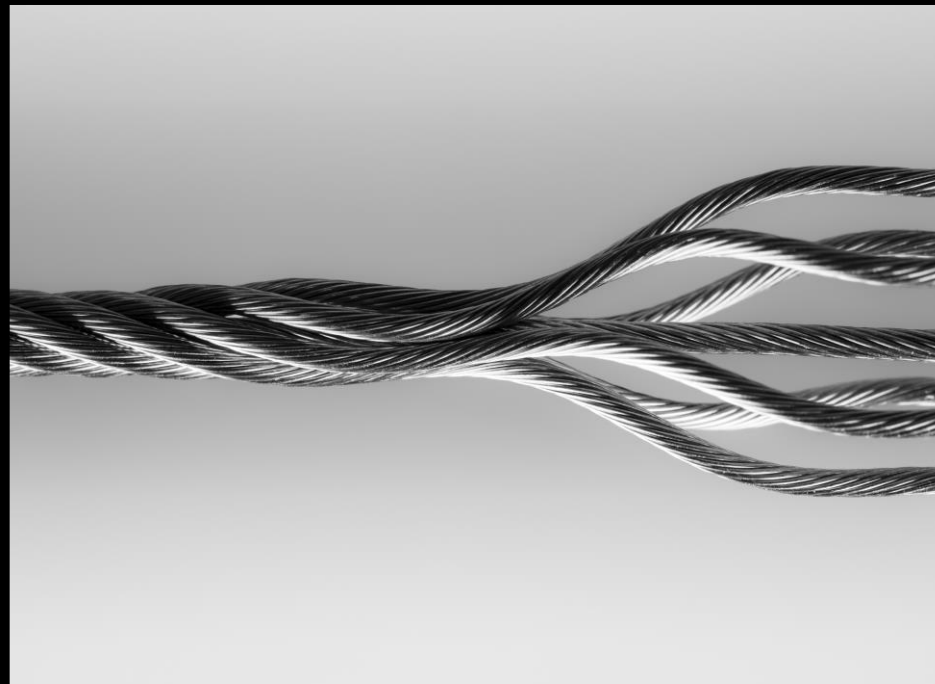
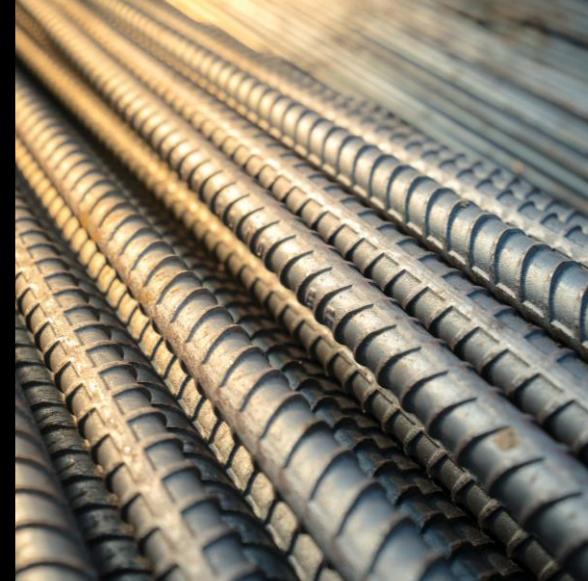
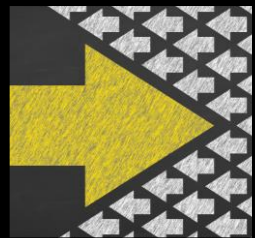




Inwestycyjny boom w czasach wojen handlowych

Prognozy na lata 2025-2026

Piotr Bartkiewicz, Aleksandra Beška, Kamil Łuczowski,
Karol Pogorzelski, Ernest Pytlarczyk, Sebastian A. Roy



Bank Pekao





Czy D.Trump odniesie sukces?

**Tak,
ale**

Rok 2025 przyniesie wojny handlowe USA z całym światem, cięcia podatków i początek deregulacji. Jednak kombinacja mocnego dolara, wysokich cęt i ekspansji fiskalnej (przy wysokim długu) może udać się tylko przy niskich stopach. Takich nie zobaczymy, więc sukces Trumpa będzie połowiczny, a gospodarka USA spowolni.



Czy wojny handlowe wyhamują globalny wzrost?

Tak

D. Trump będzie nakładał wysokie cła szeroko – sądzimy, że rynki to bagatelizują. Wojny handlowe dotkną zwłaszcza Chiny, w złym dla nich okresie i nie widać u nich planu przeciwdziałania. Europa poniesie mniejsze straty (~0,4% PKB), ale zamortyzuje je cięciem stóp. Polska nie odczuje dużego wpływu cęt z USA.



Czy rynki pracy pozostaną odporne?

Tak

Rynki pracy były dotąd odporne na pogorszenie koniunktury, ale działają z dużym opóźnieniem. Dlatego spodziewamy się, że w 2025 rynek pracownika ustąpi rynkowi pracodawcy. W Polsce spowolni wzrost płac, w strefie euro dodatkowo spodziewamy się lekkiego wzrostu bezrobocia. W USA rynek pracy ustabilizuje się.



Czy konsumenci sięgną po oszczędności?

Nie

Czas odbudowy oszczędności przez Polaków się skończył, ale pesymizm i ostrożność nie. Zakładamy, że konsumpcja będzie rosła w umiarkowanym tempie 3% r/r w tym i przyszłym roku. To niezły wynik biorąc pod uwagę spowolnienie realnego wzrostu płac z 7,5 do 4% r/r. Boomu konsumpcyjnego jednak nie będzie.



Czy boom inwestycyjny się wydarzy?

Tak

Trzy argumenty: (1) samorządy zwiększyły swoje plany inwestycyjne o 23%, (2) zarządcy dróg i kolei dwukrotnie zwiększyli wartość podpisanych w ubiegłym roku umów, (3) cykl funduszy unijnych minął swoje minimum. Sądzimy że inwestycje wzrosną w tym roku o 8,5% r/r.



Czy RPP zostanie zmuszona do cięć stóp?

**Tak,
ale**

„Prokrastynacja” to najlepsze określenie obecnej postawy Rady Polityki Pieniężnej. Jednak w pewnym momencie projekcja NBP pokaże inflację poniżej celu NBP (2,5%) w horyzoncie prognozy. Zakładamy że w lipcu skłoni to RPP do cięć stóp. O łącznie 100pb do końca 2025 i kolejne 150pb w 2026 (do 3,50%).



Obszar	Wskaźnik	2023	2024	2025	2026
Wzrost gospodarczy	PKB (%r/r)	0,1	2,9	4,0	4,2
	Konsumpcja prywatna (%r/r)	-0,3	3,0	2,9	4,0
	Inwestycje (%r/r)	12,7	0,2	8,6	8,2
Ceny i polityka pieniężna	Inflacja CPI (%r/r, średniorocznie)	11,4	3,6	4,5	3,3
	Inflacja CPI (%r/r, na koniec roku)	6,2	4,7	3,7	3,0
	Inflacja bazowa (%r/r)	10,2	4,3	3,9	3,5
	Stopa referencyjna NBP (% , na koniec roku)	5,75	5,75	4,75	3,50
Rynek pracy	Stopa bezrobocia (% , na koniec roku)	5,1	5,1	4,9	4,7
	Zatrudnienie w sektorze przeds. (%r/r)	0,3	-0,4	0,1	0,6
	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (%r/r)	11,9	11,3	8,7	7,7
Finanse publiczne	Deficyt finansów publicznych (ESA2010, % PKB)	5,3	5,7	5,5	4,5
	Dług publiczny (ESA2010, % PKB)	49,7	53,4	58,8	61,9
Bilans płatniczy, kursy walutowe	Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	1,8	-0,1	-0,3	-0,5
	EUR/PLN (na koniec roku)	4,35	4,27	4,30	4,30
	USD/PLN (na koniec roku)	3,94	4,10	4,10	4,07

Co udało nam się przewidzieć na 2024, a czego nie?



Obszar



Otoczenie



Gospodarka światowa



Koniunktura krajowa



Rynek pracy



Inflacja



Polityka pieniężna i rynki

Przewidywania na 2024

- Nie mieliśmy mocnych tez na 2024, ale w [Megatrendach](#) pisaliśmy o dużych szansach D.Trumpa, o deglobalizacji i wyścigu zbrojeń
- Umiarkowane ożywienie koniunktury w Europie, nieco szybsze w USA
- Osłabienie rynku pracy w Europie
- Cięcia stóp głównych banków o 150-200pb
- Wzrost PKB w Polsce o 3,0%
- Czas oszczędzania, bez boomu zakupowego. Odbije za to eksport do strefy euro
- Hamowanie inwestycji, zwłaszcza publicznych
- Lekki spadek bezrobocia, stabilne zatrudnienie
- Uporczywie wysoki wzrost płac
- Dotek inflacji CPI w marcu na poziomie 3%, potem wzrost do 4,5-5% na koniec roku
- Brak zmian stóp procentowych przez cały 2024 i 2025 r.

Jaki okazał się ubiegły rok?

- Zwrot na prawo w polityce (zwycięstwo D.Trumpa) i kontynuacja starych konfliktów na świecie.
- Stagnacja gospodarcza w Europie, kontynuacja ożywienia w USA
- Wzrost bezrobocia w USA, spadek w Europie
- Cięcia stóp o kwartał później, łącznie o 100pb
- Wzrost PKB będzie faktycznie blisko 3,0%.
- Konsumpcja rozczarowała. Oszczędności wzrosły
- Inwestycje przyhamowały, ale eksport do strefy euro nie odbił, bo nie było tam poprawy koniunktury.
- Rynek pracy okazał się nieco słabszy niż zakładaliśmy ale płace były faktycznie uporczywie wysokie
- Dotek inflacji w marcu był sporo niższy (2,0% r/r), ale powrót do 4,5-5% na koniec roku faktycznie nastąpił
- Brak zmian stóp procentowych przez cały 2024 r.
- Gołębi zwrot RPP we wrześniu 2024 i ponownie jastrzębi w grudniu. Zapowiedź powrotu do cięć w 2025

Nasza ocena prognoz

■ ■ ■ ■ □ □ □ □ □ □

■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ □ □

■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ □ □ □

■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ □ □

■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ □ □ □

Rynki po wyborach funkcjonują w szampańskich nastrojach

Jednak na sprawność nowej administracji USA wydają się patrzeć w różowych okularach



Rynki wiele sobie obiecują po drugiej kadencji D. Trumpa...

Wybór D.Trumpa na prezydenta spotkał się z optymistyczną reakcją rynków. Skokowo poprawiły się nastroje amerykańskich firm, a wartości indeksów giełdowych oraz dolara wyraźnie wzrosły. Rynki wydają się zakładać, że:

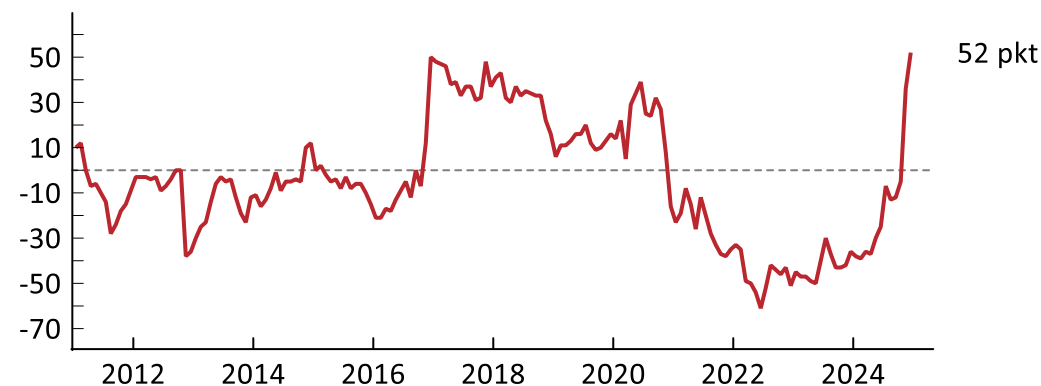
- cięcia podatków, zapowiedziane przez D. Trumpa (np. CIT: 21 → 15%) zachęcą sektor przedsiębiorstw do inwestycji i zatrudniania;
- efekt ten spotęguje skuteczna deregulacja amerykańskiej gospodarki;
- uszczelnienie granic i deportacje ograniczą podaż pracowników na rynku pracy w USA, przyspieszą wzrost płac i zwiększą trwale konsumpcję;
- inwestycje w sztuczną inteligencję zwrócą się w postaci wzrostu produktywności i niższej inflacji (ze względu na większą obfitość dóbr);
- polityka celna D.Trumpa będzie wystarczająco agresywna, by zachęcić firmy do otwierania fabryk w USA i zarazem nie na tyle agresywna, by zamknąć zagraniczne rynki dla amerykańskich producentów.

... ale scenariusz ten wydaje się zbyt piękny, aby był prawdziwy

Po pierwsze, oprócz cięć podatków w programie D. Trumpa są też duże cięcia wydatków, np. subsydiów dla firm w ramach programu IRA. Łączny efekt polityki fiskalnej będzie więc najpewniej mniejszy niż sugeruje sam jej komponent podatkowy. Zwłaszcza, że w Partii Republikańskiej jest silne skrzydło domagające się obniżenia długu publicznego USA (123% PKB).

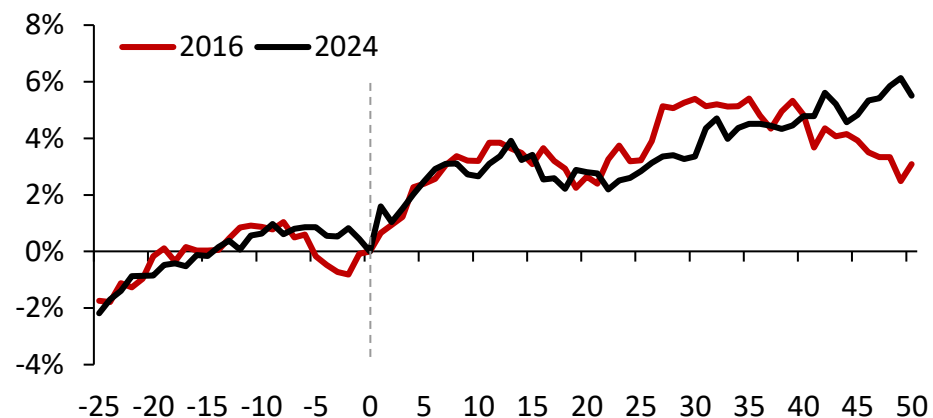
Po drugie, eskalacja wojen handlowych zwiększy niepewność prowadzenia biznesu, w tym dostępu do kluczowych komponentów (np. metali ziem rzadkich). Będzie to obniżać atrakcyjność zachęt do inwestowania w USA. Więcej na temat prawdopodobnego przebiegu wojen handlowych piszemy w dalszej części raportu. Najpierw jednak przyjrzyjmy się kwestii deregulacji.

Oczekiwania amerykańskich MŚP co do ogólnych warunków dla biznesu w horyzoncie kolejnych 6 miesięcy.



Zmiana kursu dolara przed i po wyborach prezydenckich w USA

Na podstawie indeksu DXY, 0 = dzień wyborów



Źródło: Refinitiv, Bloomberg, Analizy Pekao

D. Trump obiecuje daleko idącą deregulację w USA

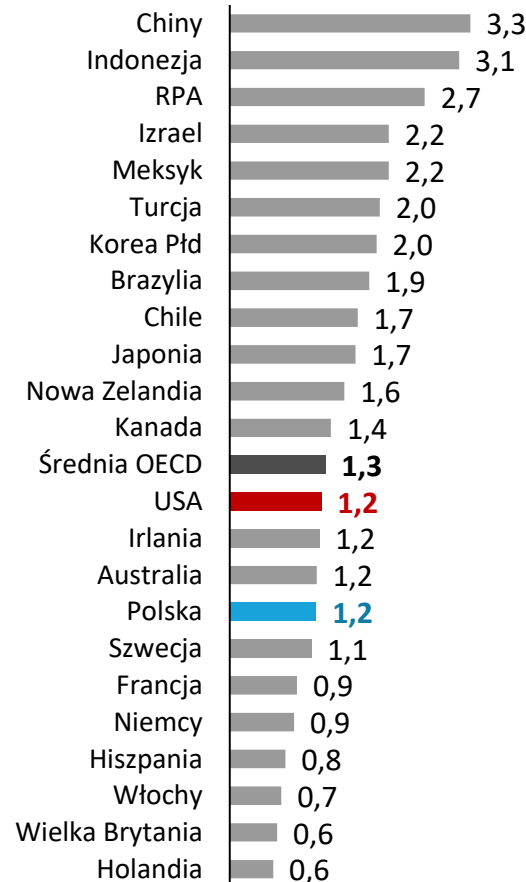
Jednak nie należy zakładać, że wygeneruje ona zauważalny impuls do wzrostu PKB



Deregulacja w USA jest potrzebna, ale to trudny i czasochłonny proces

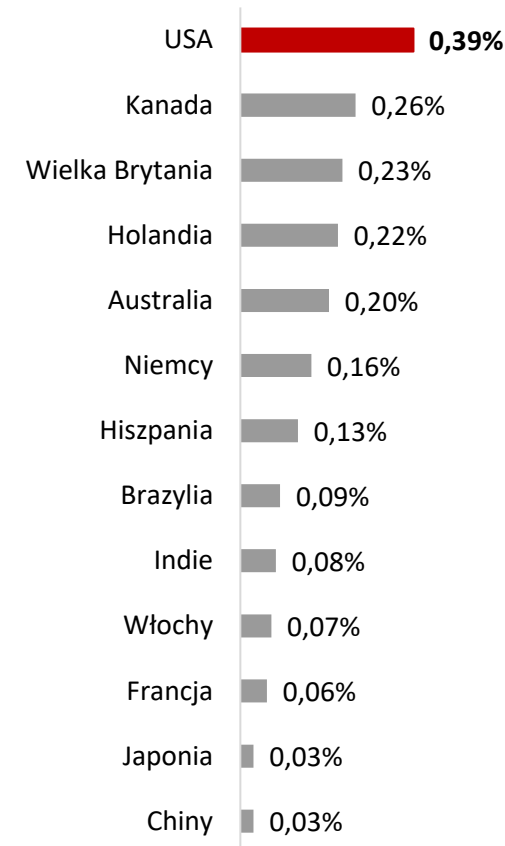
- Stany Zjednoczone słyną z liberalnych regulacji, zwłaszcza w zakresie rynku pracy, gdzie urlopy są krótkie, ubezpieczenie zdrowotne i emerytalne nieoczywiste, a federalna płaca minimalna (7,25 USD za godzinę) jest niższa niż w Polsce (30,5 PLN za godzinę). Liberalne są również przepisy o ochronie danych osobowych, co ułatwia rozwój gospodarki cyfrowej, w tym sztucznej inteligencji.
- Pozostałe obszary gospodarki są jednak w USA regulowane znacznie bardziej restrykcyjnie. Zwłaszcza prawo budowlane i wymogi środowiskowe, które faktycznie znacząco podnoszą koszty i czas trwania inwestycji: budowy fabryk, kopalń, rurociągów, sieci przesyłowych, itp. Deregulacja mogłaby więc faktycznie zdynamizować inwestycje, zwłaszcza biorąc pod uwagę dobre nastroje amerykańskich firm.
- Problem w tym, że próby liberalizacji prawa budowlanego i regulacji środowiskowych USA były już wielokrotnie podejmowane, ale mimo międzypartyjnego [poparcia](#) nigdy nie odniosły znaczących sukcesów. Próby te rozbijają się zawsze o konflikt interesów różnych grup elektoratu obu partii: jedni chcą za wszelką cenę chronić środowisko, inni spokojne sąsiedztwo (tzw. NIMBY), jednym zależy na rozbudowie OZE, innym na ułatwieniach dla wydobywania i przesyłu paliw kopalnych. D.Trump nie był dotąd w stanie przezwyciężyć tych konfliktów - jego inicjatywy deregulacyjne odniosły jedynie [połowiczny](#) sukces i to po kilku latach.
- Dlatego nie spodziewamy się, by za sprawą samej deregulacji inwestycje i wzrost gospodarczy w USA miałyby wyraźnie przyspieszyć. Zwłaszcza, że deregulacja nie zabezpiecza firm przed procesami sądowymi z ogólnych przesłanek, które w USA są dużo bardziej prawdopodobne i bardziej kosztowne niż w innych krajach.

Wskaźnik restrykcyjności regulacji w energetyce, transporcie i telekomunikacji



Źródło: OECD PRM, Analizy Pekao

Wydatki firm na usługi prawne jako % przychodów w 2016 r.



Źródło: Acritas legal spend report: [link](#)

Nawet bez deregulacji USA mają dużo przewag konkurencyjnych

D. Trump nie musi się specjalnie starać, żeby gospodarka USA kontynuowała szybki wzrost

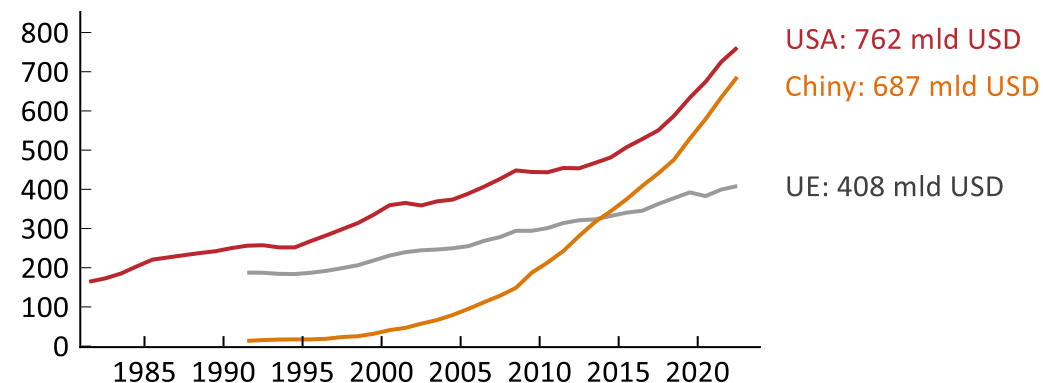


D. Trump gra mocnymi kartami

- Nawet będąc sceptycznym co do polityki D. Trumpa, trudno być sceptycznym co do siły amerykańskiej gospodarki. Mimo wysokich stóp procentowych i odwróconej krzywej dochodowości, uniknęła ona jak dotąd recesji. Jedynym jak na razie objawem dekonunktury jest lekki wzrost stopy bezrobocia (3,5 → 4,1%) i spadek liczby wakatów (JOLTS: 11,9 → 8,1 mln). Wzrost PKB w 2024 wyniesie zaś niespełna 3% r/r. O ile jeszcze rok temu ekonomiści spierali się, czy Stany Zjednoczone czeka miękkie czy twarde lądowanie, to teraz trudno mówić o jakimkolwiek lądowaniu; bardziej adekwatne wydaje się określenie: „lecimy dalej”.
- Perspektywy wzrostu na 2025 r. wyglądają dobrze – Stany Zjednoczone pozostają liderem technologicznym, zwłaszcza w gospodarce cyfrowej, a postępy w dziedzinie sztucznej inteligencji jeszcze umacniają ich dominację. Jeśli chodzi o przemysł, to ich główną przewagą komparatywną jest produkcja militarna, która w warunkach globalnego wyścigu zbrojeń również powinna sobie radzić dobrze. W dłuższej perspektywie dodatkowego paliwa do wzrostu dostarczy impuls fiskalny D. Trumpa i deregulacja – nie lekceważymy tutaj sprawności nowej administracji USA. Sądzymy jedynie, że na ich efekty będziemy musieli dłużej poczekać (2-5 lat).
- W krótkiej perspektywie (2025) przed amerykańską gospodarką stoi więcej ryzyk niż szans. Eskalacja wojen handlowych będzie utrudniać, a nie ułatwiać firmom planowanie inwestycji. Podobnie jak wciąż wysokie stopy procentowe (które nie będą już spadać). Stopy 30-letnie nawet wzrosły w ostatnich miesiącach o 100 pb. i mocno ciąży na kondycji sektora budowlanego USA. Zakładamy więc, że w 2025 amerykańska gospodarka będzie rosła w tempie 2,5-3% r/r – czyli zbliżonym do '24.

Nakłady na badania i rozwój

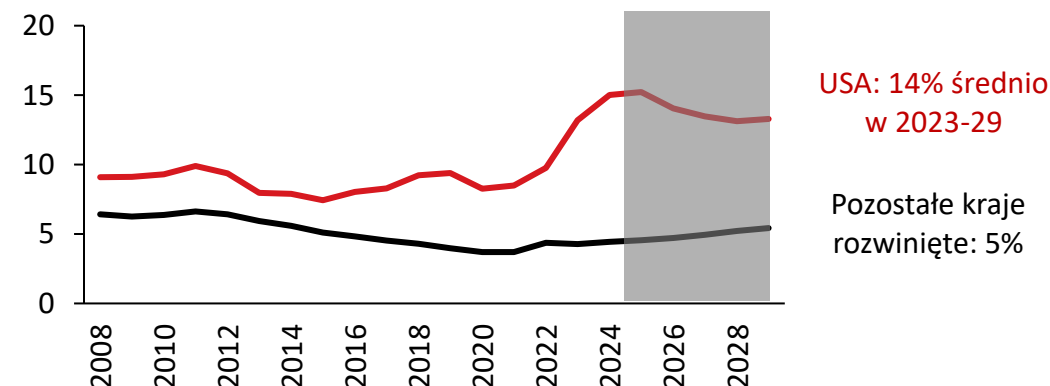
w USD w cenach bieżących



Źródło: Macrobond, NBP, EBC, Pekao Analizy

Wydatki rządowe na obsługę długu

% dochodów podatkowych

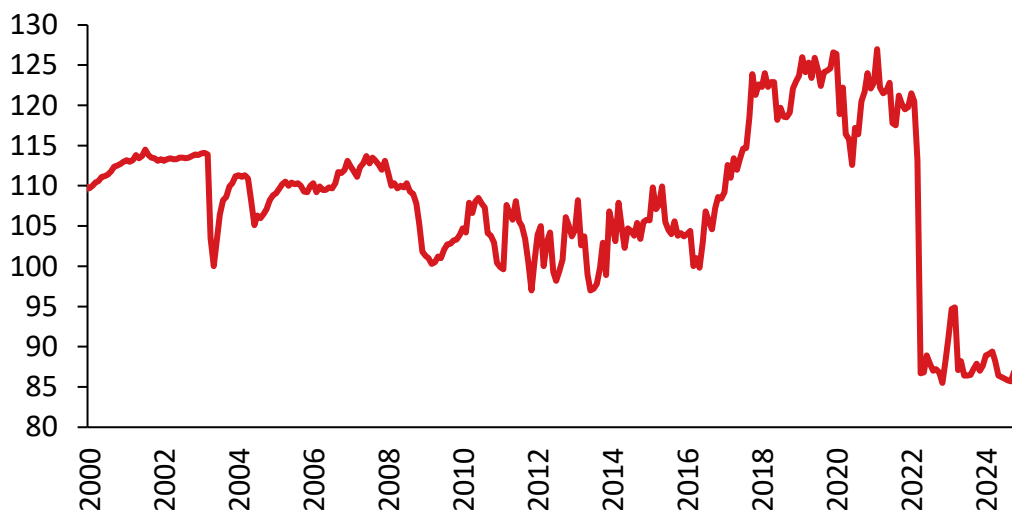


Źródło: MFW



Koniunktura konsumencka w Chinach

Pkt.

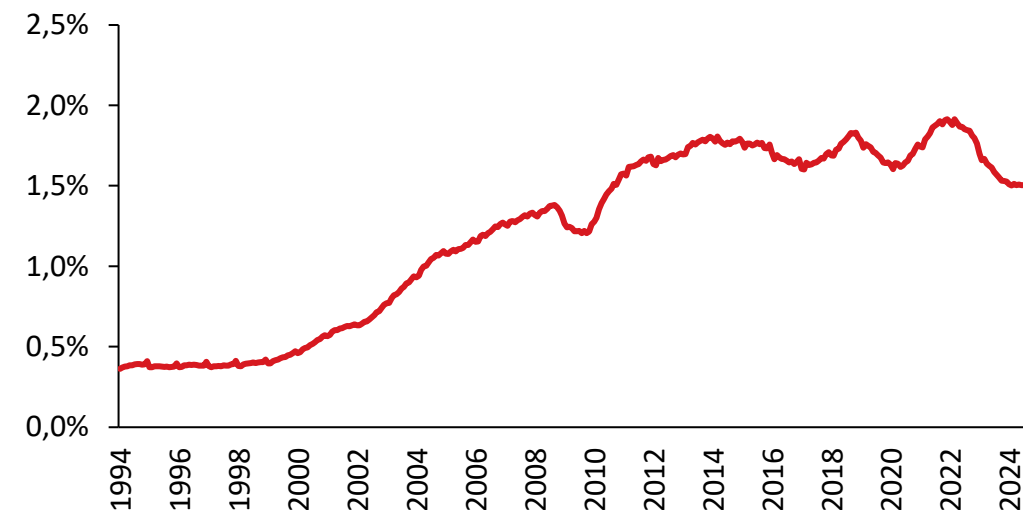


Źródło: Macrobond

- W piśmiennictwie ekonomicznym są dwie konkurujące ze sobą narracje o chińskiej gospodarce: eksportowa i przemysłowa potęga oraz kraj pogrążony w kryzysie. Obydwie są prawdziwe. W ostatnich latach obserwowaliśmy jednocześnie słabość popytu wewnętrznego i brak postępu w wyczekiwanym od ponad dekady równoważeniu gospodarki oraz rekordową nadwyżkę handlową. To dwie strony tego samego medalu.
- Chiny mogą na drugą rundę wojen handlowych być bardziej przygotowane politycznie, ale gospodarka chińska jest w gorszym stanie: bardziej uzależniona od amerykańskiego popytu i z mniejszym polem manewru w polityce cyklicznej.

Import dóbr przemysłowych do Chin

% światowego PKB



Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- Wyczekujący na stymulację wewnętrzną w Chinach muszą liczyć się z tym, że rola Chin w światowej gospodarce znacząco się zmieniła w ostatnich dekadach. Pomimo odpowiadania za dużo większą część aktywności, import dóbr przemysłowych do Chin stanowi obecnie najmniejszą część światowego PKB od 2010 r. Dodatkowy juan chińskiego PKB (pod warunkiem, że zostanie wygenerowany), waży mniej dla partnerów handlowych Chin.



- Jak dotąd, ogłoszone przez chińskie władze działania na rzecz wspierania wzrostu gospodarczego zostały odebrane przez rynki negatywnie. Dotyczy to szczególnie rynku obligacji, których rentowności są na poziomach „japońskich”. Brak przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Chinach jest jedną z kilku rzeczy, co do których zgadzają się praktycznie wszyscy analitycy.
- Są ku temu dobre powody – działania te są niewielkie i tylko w minimalnym stopniu dotyczą głównych problemów, z jakimi boryka się gospodarka chińska w skali makro, tj. słabości popytu konsumpcyjnego, ograniczeń budżetowych gospodarstw domowych, nierówności dochodowych, delewarowania po pęknięciu bańki na rynku nieruchomości i braku zaufania w sektorze finansowym w związku z obecnością bezwartościowych aktywów.
- To prawdopodobnie nie koniec aktywności tamtejszego rządu i część działań będzie mieć kontynuację – przykładowo, wymiana długu samorządowego uwolni środki na inne cele. Nie wierzymy jednak w duże reformy skutkujące znaczącym przesunięciem dystrybucji dochodu narodowego w stronę konsumentów. Stabilizowanie gospodarki będzie musiało wystarczyć.
- W ramach wojen handlowych Chiny będą polegać na działaniach symetrycznych, takich jak ograniczenia w eksporcie krytycznych surowców i produktów, cła importowe, sekowanie zachodniego kapitału.

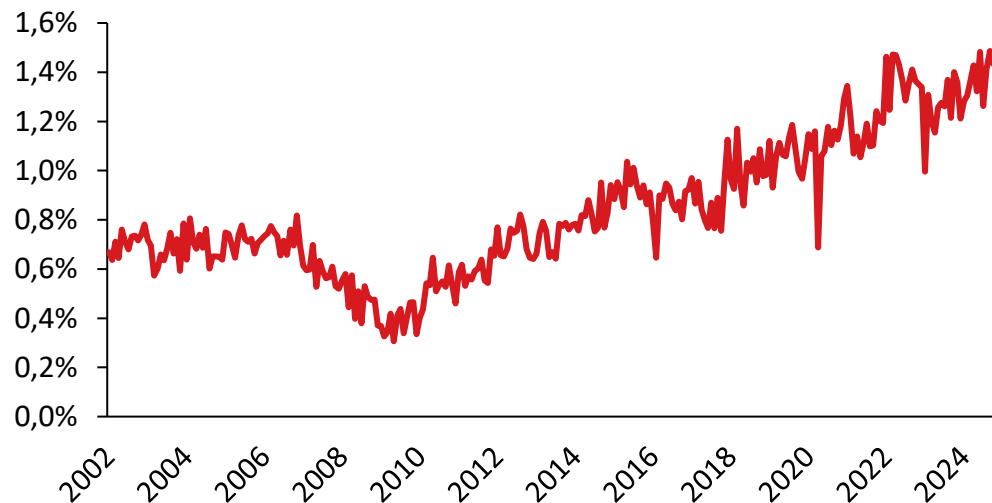
Ogłoszone i planowane elementy pakietu stymulacyjnego w Chinach

Obszar	Działania	Skala	Uwagi
Polityka pieniężna	▪ Cięcia stóp	<50 pb	
	▪ Cięcie stopy rezerwy obowiązkowej	-50 pb	
	▪ Zmiana nastawienia		
Rynek akcji	▪ Linia swapowa	0,4% PKB	
	▪ Program pożyczkowy PBoC	0,2% PKB	
	▪ Obniżenie wymogów wkładu własnego		
Rynek nieruchomości	▪ Program pożyczkowy na skup pustostanów	0,2% PKB	
	▪ Luzowanie zasad udzielania kred. hipotecznych		
	▪ Subsydia na wymianę starych dóbr trwałych		w planach
Konsumpcja	▪ Podwyżka płac urzędników		
	▪ Bony (pojedyncze samorządy)		
	▪ Subsydia na wymianę starych maszyn		w planach
Sektor przedsiębiorstw	▪ Rozbudowa "nowoczesnych" sektorów		
	▪ Zamiana ukrytego długu samorządów na jawny dług centralny	8% PKB	
	▪ Dookapitalizowanie banków		
Inne	▪ Inwestycje infrastrukturalne		

Źródło: Analizy Pekao

**Nadwyżka UE w handlu dobrami przetworzonymi**

12-mies. suma krocząca, % PKB UE

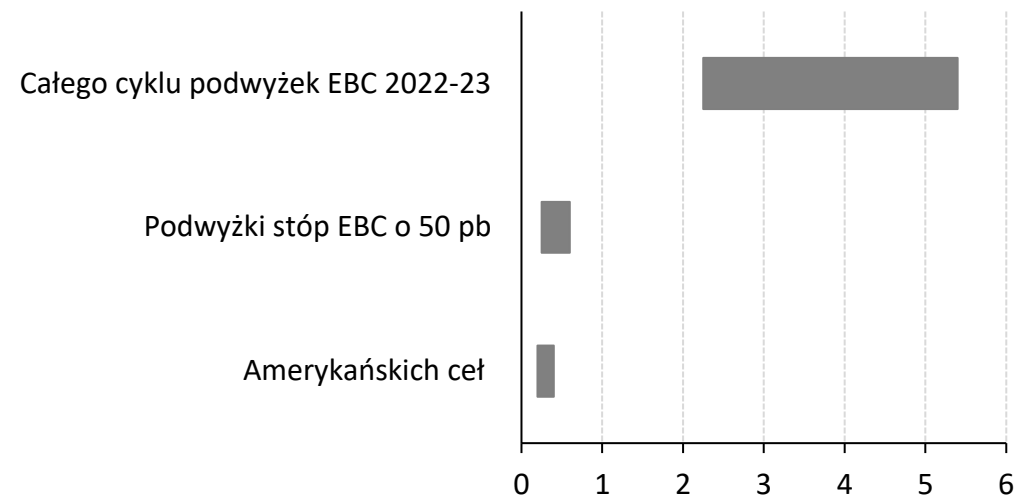


Źródło: Macrobond, Analizy Pekao

- Amerykańskie cła na produkty z UE to oczywiście problem, jego skala jest jednak mniejsza niż by się to wydawało na pierwszy rzut oka. UE ma z USA nadwyżkę w obrocie dobrami przemysłowymi o wartości 1,5% PKB UE. Alternatywnie, ok. 2% wartości dodanej w gospodarce USA jest generowane przez amerykański import.
- Cło uniwersalne w wysokości 10-20% ograniczy popyt na europejskie dobra (z dokładnością do tego, że część tej podwyżki zostanie skonsumowana przez trwające już osłabienie euro). W jakiej skali – to zależy m.in. od elastyczności cenowej amerykańskiego popytu i możliwości przekierowania eksportu gdzie indziej.

Zakres szacunków wpływu na PKB strefy euro...

% PKB



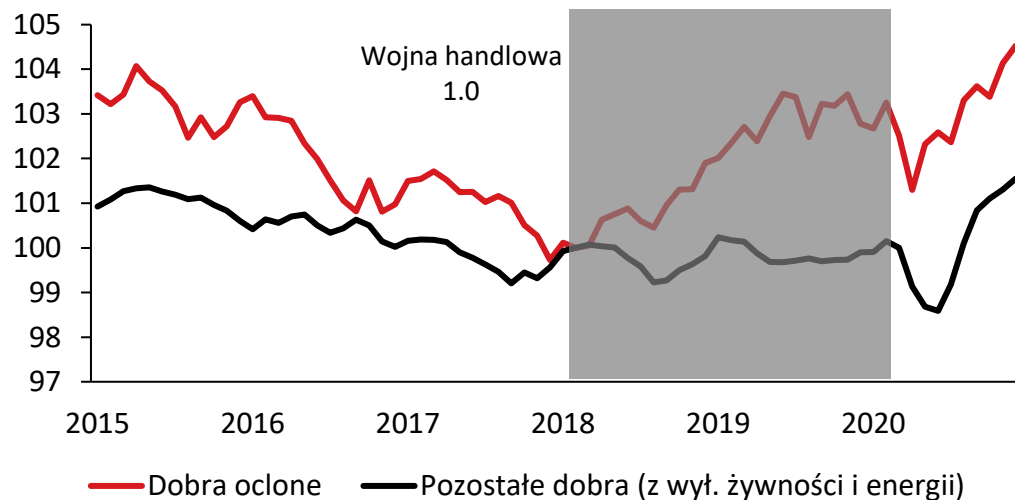
Źródło: Macrobond, Refinitiv, EBC, Pekao Analizy

- Zakładając, że elastyczność ta wynosi w przybliżeniu jeden, negatywny wpływ amerykańskich ceł wyniesie ok. 0,2-0,4% europejskiego PKB ([są](#) [mniej](#) [szacunki](#)). To zauważalna wartość – ostatnio równa rocznemu wzrostowi PKB – ale może być z łatwością „przykryta” przez inne czynniki.
- W strefie euro wspomniane 0,2-0,4% PKB to ekwiwalent podwyżki stóp procentowych o 50 pb. EBC może więc zrównoważyć wpływ ceł cięciem stóp w takiej właśnie skali.
- UE, oprócz działań wet za wet, ma też inne karty do zagrania, np. ograniczenie eksportu strategicznych wyrobów do USA (farmaceutyki, beryl, chemikalia).



Wpływ pierwszej wojny celnej na ceny dóbr przemysłowych w USA

Luty 2018 = 100

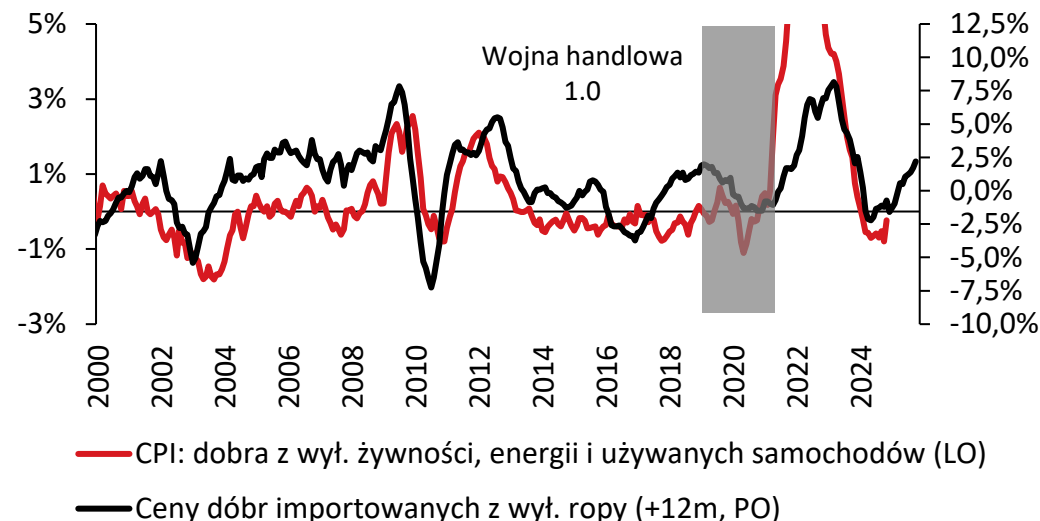


Źródło: BLS, Macrobond, Analizy Pekao

- Wprowadzenie ceł podwyższa jednorazowo poziom cen w gospodarce, ale nie przekłada się na trwały wzrost inflacji – po upływie 12 miesięcy od wprowadzenia jego efekty generalnie znikną z indeksów cen konsumenckich.
- Można to łatwo pokazać na przykładzie pierwszej wojny handlowej – w okresie wprowadzania kolejnych ceł kategorie obejmujące oclone dobra zdrożały łącznie o 4% (ceny w grupie kontrolnej się nie zmieniły).
- Szacunki wpływu nowych ceł zależą oczywiście od ich zasięgu i wysokości, ale mówimy o tymczasowym wzroście indeksu PCE o ok. 1%.

CPI w USA – wybrane elementy

% r/r

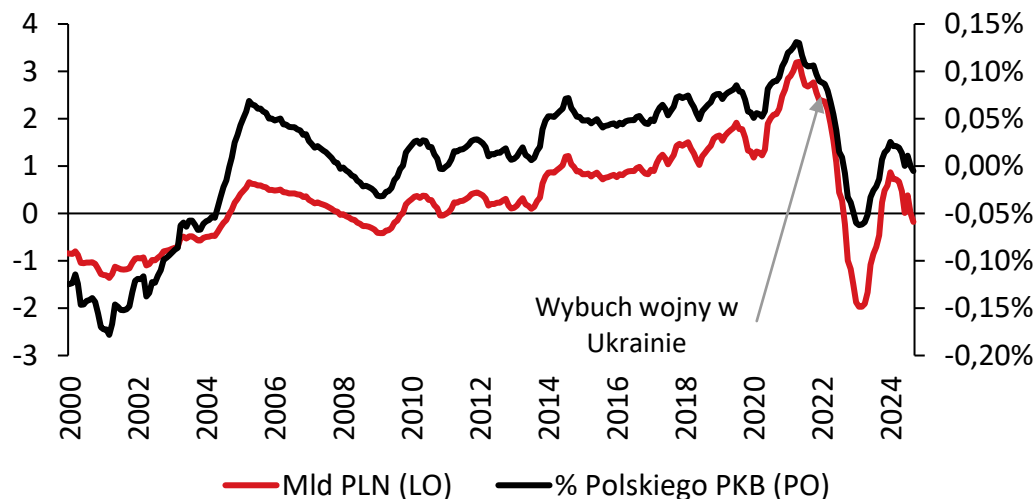


Źródło: Macrobond, Pekao Analizy

- „Słoniem w pokoju” jest jednak stan procesów inflacyjnych w USA w przededniu wojny handlowej – inflacja w ostatnich miesiącach pozostawała uporczywa (co zresztą zauważył w końcu Fed).
- Co więcej, w danych amerykańskich są sygnały proinflacyjne: wzrost cen dóbr importowanych, podwyższone poziomy indeksów kosztów i cen w badaniach koniunktury, odbicie indeksów nowych czynszów (przełożą się z opóźnieniem na dane BLS).
- Fed ma więc wszelkie powody ku temu, żeby utrzymywać wysokie stopy na dłużej – tak długo, jak rynek pracy zostaje mocny. W 2025 stopy Fed spadną o 50 pb.

**Saldo wymiany towarowej z USA**

12-mies. suma krocząca

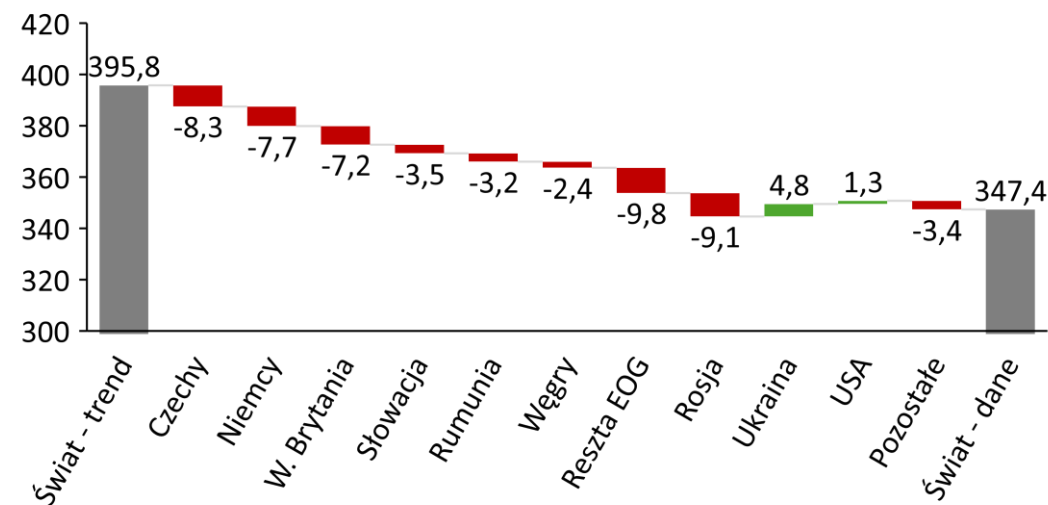


Źródło: Eurostat, Analizy Pekao

- W przeciwieństwie do innych głównych gospodarek UE, Polska nie ma nadwyżki handlowej z USA. Możemy za to dziękować zakupom skroplonego gazu ziemnego.
- Oczywiście, nie pozwoli to polskim producentom uniknąć ceł nałożonych przez nowy rząd w USA – UE będzie traktowana jako monolit.
- Tym niemniej, niewielka skala eksportu do USA sprawia, że jakkolwiek wpływ ceł (zwłaszcza po korekcie o kurs) będzie zaniedbywalny. Efekty pośrednie (wynikające z kłopotów zachodnioeuropejskich eksporterów) mogą być większe, ale mówimy o ułamkach procenta polskiego PKB.

Struktura geograficzna słabości polskiego eksportu

12-mies. suma krocząca, mld PLN



Źródło: Eurostat, Pekao Analizy

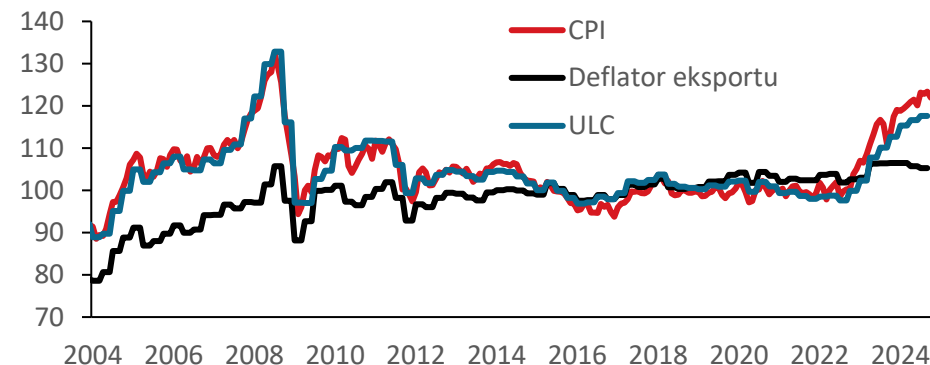
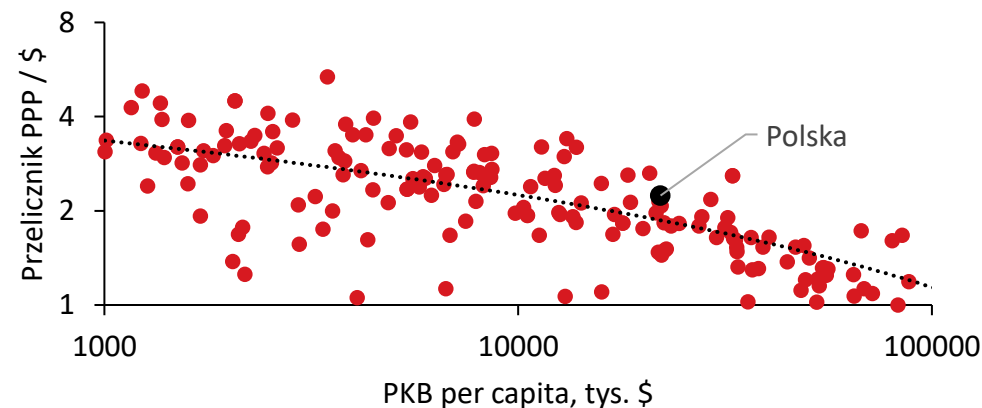
- Problem polskiego eksportu to niedostateczny popyt na głównych rynkach docelowych. W końcówce 2024 przeciętny wzrost PKB partnera handlowego Polski wynosił ok. 1% r/r, znacząco poniżej średniej z lat 2010-19 (2,1%). Wg prognoz, 2025 przyniesie tylko jego częściową odbudowę, do 1,5% r/r.
- Niedostatek popytu zagranicznego jest szeroko rozlany, dotyczy bowiem kilku krajów: eksport do Czech, Niemiec i Wielkiej Brytanii jest o ponad 7 mld zł niższy niż byłby, gdyby były kontynuowane trendy z lat poprzednich.

**Era mocnego złotego**

- Jest pewna ironia losu w tym, że era mocnego złotego zaczęła się wówczas, gdy ekonomiści zinternalizowali poprzednie 15 lat jego uporczywej słabości.
- Spodziewamy się, że w 2025 r. złoty pozostanie relatywnie mocny (okolice 4,30 / EUR). Głównym czynnikiem utrzymującym jego wysokie wyceny jest nastawienie polityki pieniężnej, która pozostanie restrykcyjna.
- 2 lata funkcjonowania gospodarki w warunkach mocnego złotego powinny zweryfikować część założeń dotyczących jego optymalnego (równowagowego) poziomu.
 - Argumenty za tym, że złoty jest obecnie przewartościowany, opierają się na wieloletnich trendach i wskaźnikach opłacalności eksportu. Zgadzamy się z nimi.
 - Czy złoty może być jednak niedowartościowany? Polska jest w skali europejskiej relatywnie tanim (wg kursów rynkowych) krajem i do 2023 wykazywała jedną z najwolniejszych konwergencji poziomu cen na kontynencie. Alternatywnie, PKB Polski w PPP jest relatywnie duży w stosunku do PKB wg kursu rynkowego, jak na kraj o takim poziomie rozwoju.
- Warto pamiętać, że na rynku FX nie ma automatyzmu – samo odchylenie od poziomu równowagi nie wymusza powrotu do niego. Muszą się zmienić okoliczności. W przypadku Polski powrót do ekspansywnej polityki pieniężnej byłby najbardziej prawdopodobnym katalizatorem osłabienia złotego. Nie spodziewamy się go jednak w 2025.
- Oznacza to, że 2025 będzie rokiem stabilizacji pary EUR-PLN na poziomie 4,30.

Realny efektywny kurs walutowy złotego

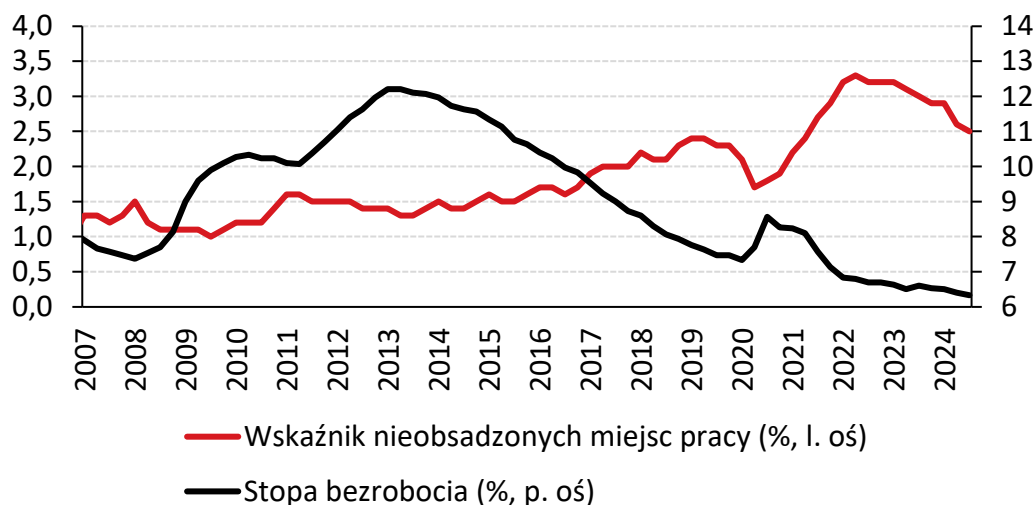
2015 = 100

**Zależność między poziomem rozwoju danego kraju a różnicami cenowymi**

Źródło: Refinitiv, Bank Światowy, Bloomberg, Analizy Pekao



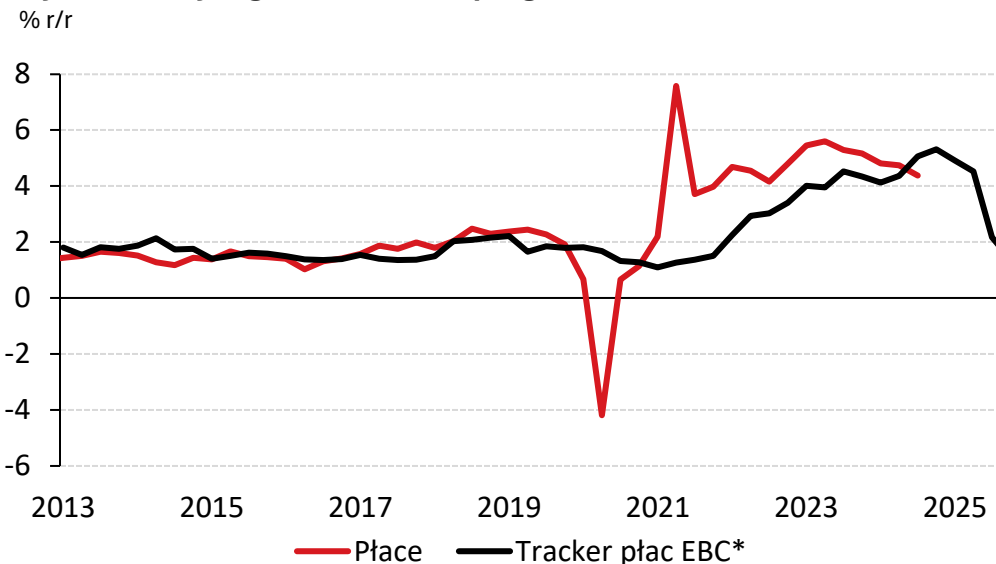
Nieobsadzone miejsca pracy i stopa bezrobocia jako odbicia lustrzane



Źródło: Eurostat, Analizy Pekao

- Stopa bezrobocia nieustannie spada od końca 2020 roku przy bezprecedensowo wysokiej, choć obniżającej się liczbie nieobsadzonych etatów. W przeszłości spadek tej drugiej był zawsze tożsamy ze wzrostem stopy bezrobocia. Obecnie tak się (jeszcze) nie dzieje, ale wkrótce zacznie. 2025 rok powinien przynieść lekki wzrost stopy bezrobocia, choć nieproporcjonalny do spadku wolnych etatów. Dlaczego?
- Wysoki wskaźnik wolnych miejsc pracy to pochodna strukturalnych niedoborów podaży pracy, z którymi strefa euro zaczynała się mierzyć jeszcze przed 2020 rokiem. Obecna gorsza kondycja gospodarcza przyniosła trochę ulgi pracodawcom, którzy na razie zamiast zwalniać

Dynamika wynagrodzeń wobec prognoz Trackera EBC



Źródło: EBC, Analizy Pekao

*wskaźnik bazujący na układach zbiorowych pracy uwzględniający jednorazowe premie

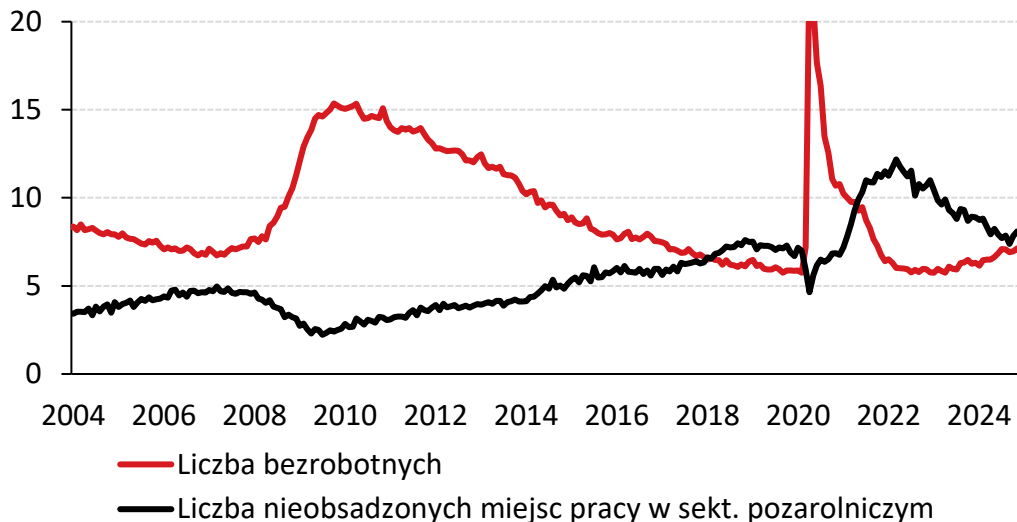
pracowników, tną wymiar etatów – to tzw. chomikowanie pracy.

- Przy słabym wzroście gospodarczym, kurczących się zyskach przedsiębiorstw i stagnacji produktywności pojawią się zwolnienia, a więc również wzrost stopy bezrobocia. A że rynek pracy strefy euro to lustro wsteczne wobec aktualnej sytuacji gospodarczej, potencjalna poprawa koniunktury nie doprowadzi w tym roku do lepszych danych z rynku pracy. Tym samym, siła przetargowa pracowników będzie maleć, co doprowadzi do wyhamowania tempa wzrostu wynagrodzeń, które w ujęciu realnym dopiero niedawno osiągnęły przedpandemiczny poziom.



Popyt i podaż pracy chwilowo w równowadze

mln

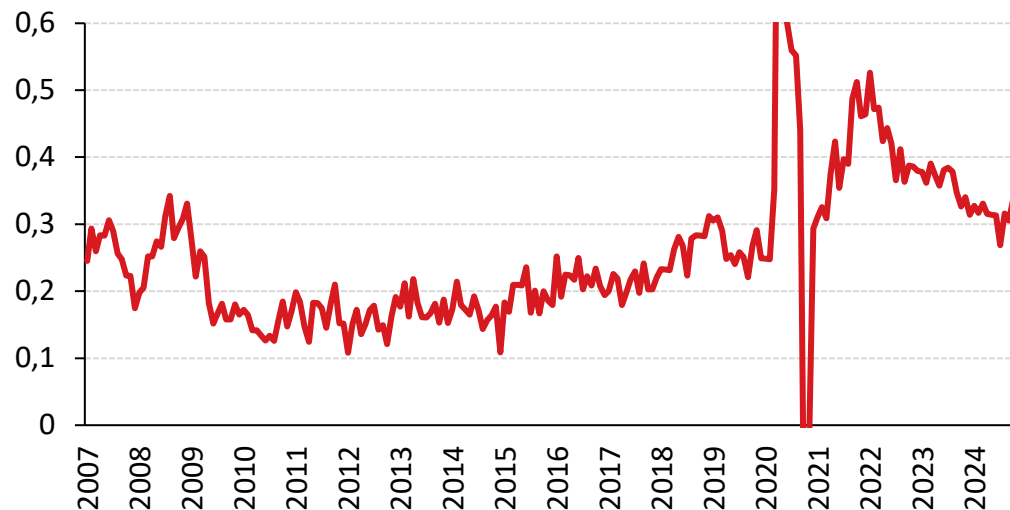


Źródło: BLS, Macrobond, Analizy Pekao

- Wysokie stopy procentowe skutecznie schłodziły rynek pracy w 2024 roku, a ten efekt dodatkowo wzmocnił wzrost aktywności zawodowej w ostatnich kwartałach. Wydaje się, że proces chłodzenia rynku pracy dobiega końca i znalazł się on w miejscu równowagi, w której funkcjonował przez 2020 rok.
- Niemniej, ostatnie odczyty z amerykańskiego rynku pracy sugerują, że ten uklepał lokalne dno i powoli zaczyna się rozpędzać. Kontynuacji tego trendu będzie sprzyjało stabilne tempo wzrostu gospodarczego w USA, a dodatkowo ten proces może nasilić potencjalne zaostrzenie przepisów

Dynamika płacy godzinowej

%m/m, 6MMA

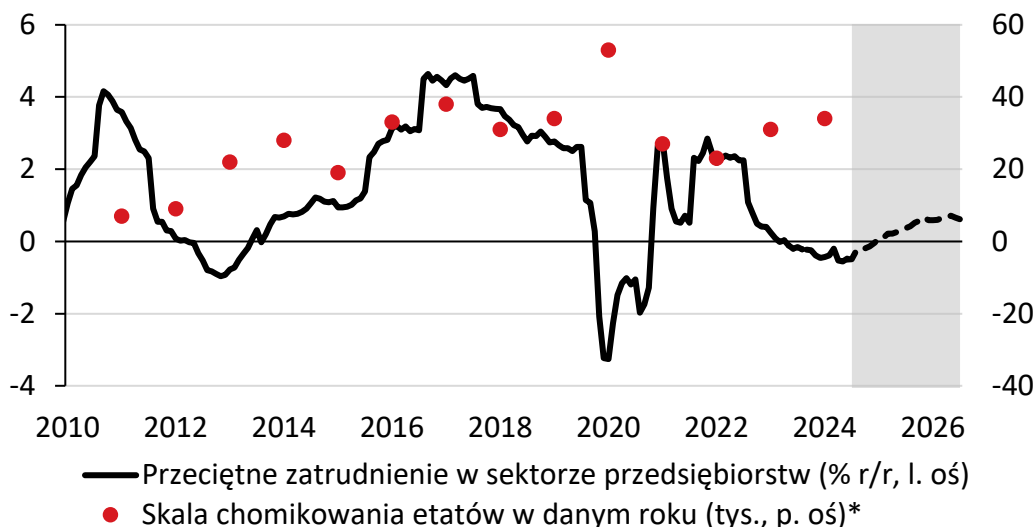


Źródło: BLS, Macrobond, Analizy Pekao

- migracyjnych przez nową administrację. Naszym zdaniem w 2025 roku można spodziewać się spadku stopy bezrobocia lekko poniżej 4% (obecnie 4,1%). Hamulcem dla tego procesu będą utrzymywane na wysokim poziomie stopy procentowe.
- Ten czynnik będzie wpływał na ograniczenie wyraźnie podwyższonego tempa wzrostu płac w USA, które w tych warunkach jest priorytetem dla Fed. Będzie to jednak powolny proces, gdyż stopniowe zacieśnianie sytuacji na rynku pracy zapobiegne spadkom presji płacowej. Dynamika płac może być dla Fed sporym zmartwieniem w bieżącym roku.



Zmiana zatrudnienia i skala chomikowania pracy



Źródło: GUS, Analizy Pekao

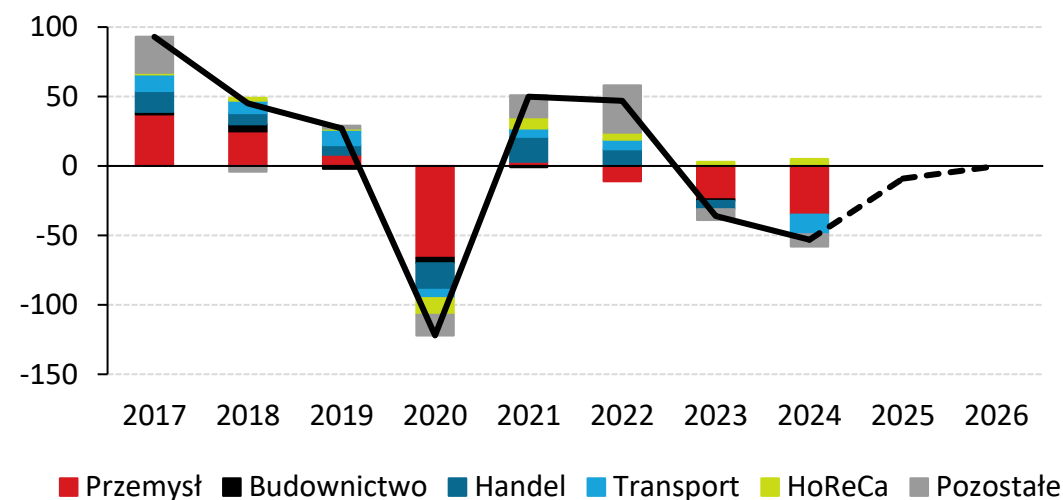
*okres od stycznia do listopada

UWAGA: chomikowanie pracy definiujemy jako cięcie etatów pracownikom w celu uniknięcia ich zwolnienia

- Polski rynek pracy nie był w ubiegłym roku odporny, co było pokłosiem spowolnienia w 2023 roku. Zatrudnienie w ujęciu liczby etatów w ubiegłym roku rozczarowało analityków (spadając o około 50 tys. względem stycznia), podobnie liczba zatrudnionych, lecz w mniejszej skali (-20 tys. względem stycznia).
- Podczas gdy spodziewano się stagnacji lub lekkiej odbudowy zatrudnienia w ujęciu etatowym, pogłębiło ono swoje spadki, a dynamika roczna spadła do wartości niewidzianych od 2020 roku (a nie licząc go – od 2013 roku). To bezsprzecznie wynik słabej koniunktury i recesyjnej

Dekompozycja zmiany zatrudnienia

Liczba etatów, zmiana w okresie styczeń-listopad danego roku



Źródło: GUS, Analizy Pekao

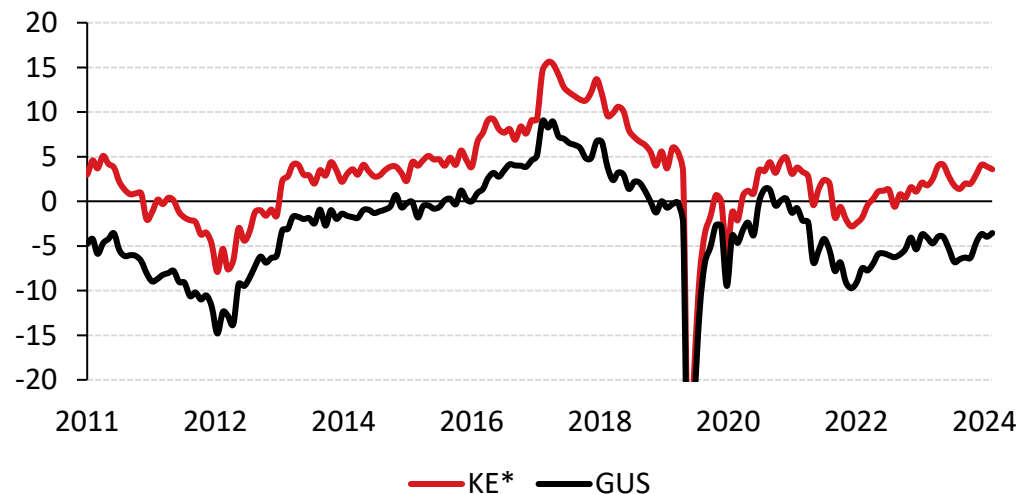
- kondycji krajowego przemysłu. To właśnie w tym sektorze pojawiły się największe cięcia etatów, które w niemal równych proporcjach były wynikiem chomikowania pracy w oczekiwaniu na odbicie koniunktury oraz zwolnień.
- Skala chomikowania pracy w 2024 roku była największa od co najmniej 15 lat (nie licząc 2020 roku). Z zachomikowanymi etatami pracodawcy będą musieli w najbliższych miesiącach coś zrobić – rozszerzyć je z powrotem do pełnych bądź zwolnić niepełnozatrudnionych pracowników. Naszym zdaniem oba te zjawiska w 2025 roku będą miały miejsce.

2025 rokiem odbudowy zatrudnienia, która będzie postępować w ślimaczym tempie



Wskaźniki prognozowanego zatrudnienia

pkt., odsezonowane



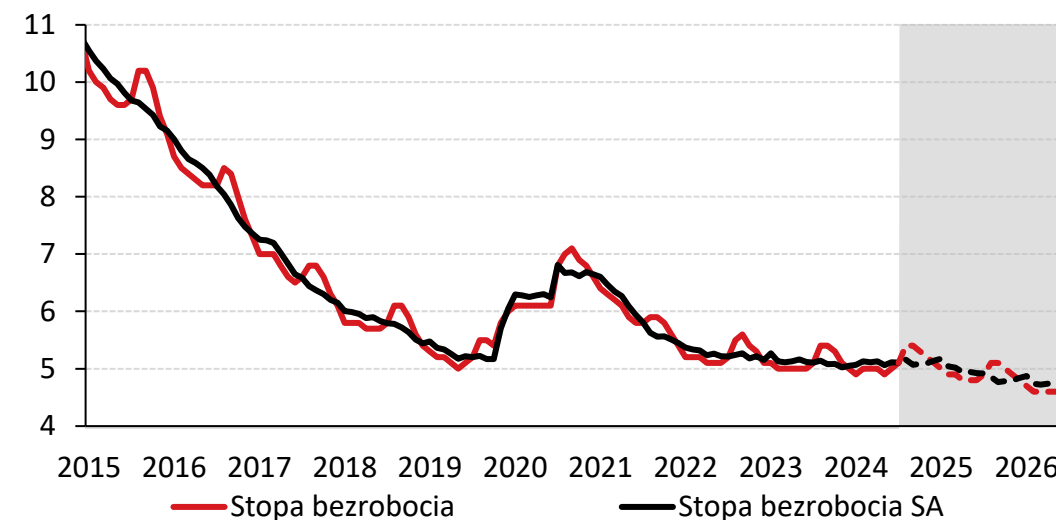
Źródło: KE, GUS, Analizy Pekao

*wskaźnik został skorygowany o -100 pkt.

- Nasz scenariusz na 2025 rok to lekkie odbicie przeciętnego zatrudnienia. Wspierają go wskaźniki koniunktury Komisji Europejskiej i GUS, w których widać nieśmiały wzrost optymizmu przedsiębiorców. Nie są to jednak poziomy zwiastujące ożywienie gospodarcze. Mimo prognozowanego przez nas 4-procentowego wzrostu gospodarczego, firmy będą ostrożne w zwiększaniu zatrudnienia z uwagi na jego nadal wysokie koszty.
- Nie zobaczymy więc pełnej odbudowy zatrudnienia, a wyłącznie częściową, która przyspieszy w drugiej połowie roku. Osiągnięcie rekordowo wysokich poziomów zatrudnienia z początku 2023 roku będzie niemożliwe do realizacji.

Stopa bezrobocia

%

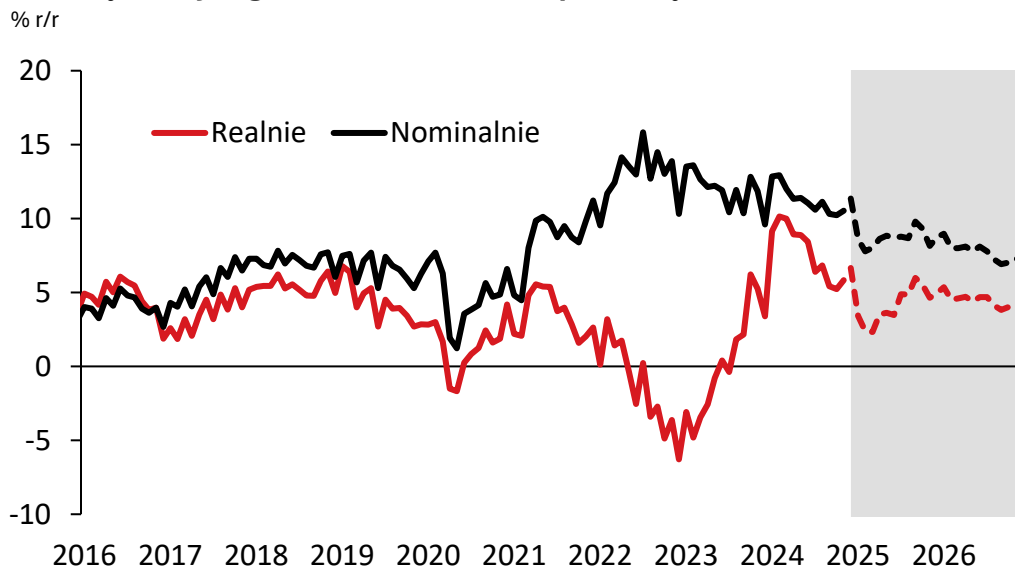


Źródło: GUS, Macrobond, Analizy Pekao

- Odzwierciedlenie zmian w zatrudnieniu zobaczymy w malejącej stopie bezrobocia. W pierwszej połowie roku będzie ona nadal utrzymywać się w stagnacji w ujęciu odsezonowanym, by następnie lekko spaść. Odczyty z czwórką z przodu są czymś, czego należy oczekiwać w nadchodzącym roku dość często. 2025 rok przyniesie również dotychczas niewidziane, rekordowo niskie wartości stopy bezrobocia.
- Rynek pracy pozostaje jednak ciasny, a stopa bezrobocia zbliża się do naturalnego poziomu, więc jej wahania są ograniczone od dołu. Stąd tempo jej spadku będzie wyraźnie wolniejsze niż w poprzednich latach.

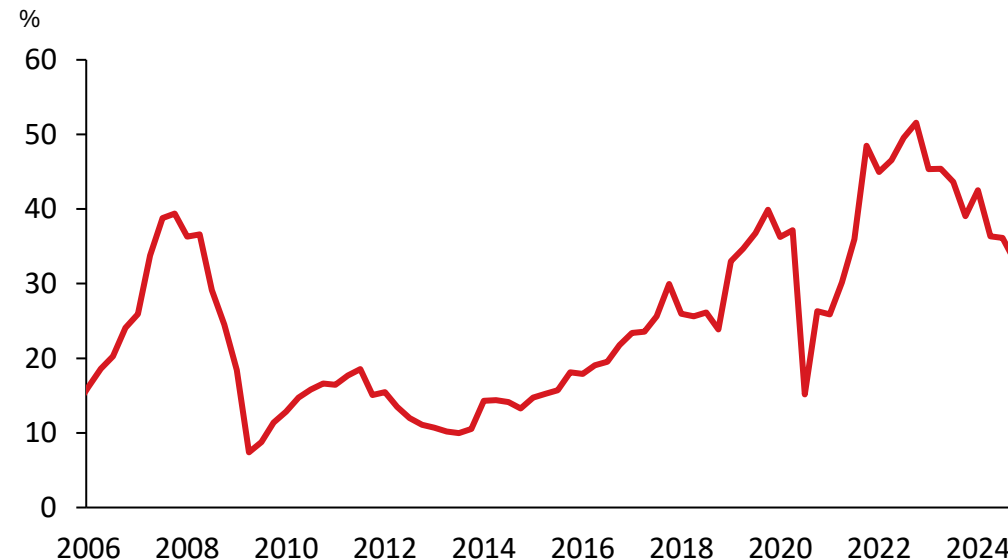
2025 przyniesie wyraźny spadek realnych wynagrodzeń

To pokłosie podwyższonej inflacji przy jednoczesnym hamowaniu tempa wzrostu płac

**Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw**

Źródło: GUS, Macrobond, Analizy Pekao

- W ślimaczym tempie wyhamowały w ubiegłym roku również płace (z 12,8% r/r na początku roku do 10,5% w listopadzie 2024), co jest konsekwencją opornie słabnącej presji płacowej i nadal ciasnego rynku pracy. Trend powolnego spadku tempa wynagrodzeń będzie kontynuowany – naszym zdaniem zobaczymy spadek dynamiki płac do niecałych 9% w grudniu 2025 z około 11% pod koniec 2024 roku.
- W pierwszej połowie bieżącego roku pojawi się zdecydowanie więcej argumentów za słabszymi płacami niż w drugiej. Początek roku przyniesie spadek dynamiki płac do około 8% ze względu na wysoką bazę wywołaną hojną podwyżką płacy minimalnej sprzed roku (+22% r/r) – tym razem

Odsetek firm planujących podwyżki wynagrodzeń

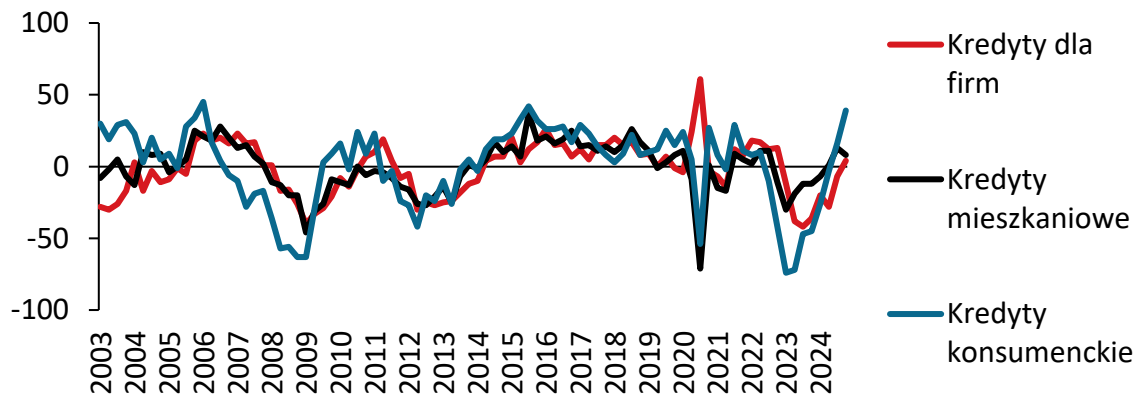
Źródło: NBP, Macrobond, Analizy Pekao

- będzie ona wyraźnie niższa (+10%).
- Presja płacowa przejściowo umocni się w drugiej połowie roku w związku z poprawą koniunktury i przyspieszeniem inwestycji oraz w odpowiedzi na uporczywą, utrzymującą się powyżej celu NBP inflację.
- Mimo to, kierunek dynamiki płac jest jeden – w dół (8,7% średniorocznie w 2025). Sugerują to przewidywania przedsiębiorstw dotyczące podwyżek oraz szacunki presji płacowej. Jednocześnie dynamika realnych wynagrodzeń wyhamuje do 4% r/r z niemal 8%, co wyraźnie zmniejszy przestrzeń do dalszej odbudowy oszczędności konsumenta.



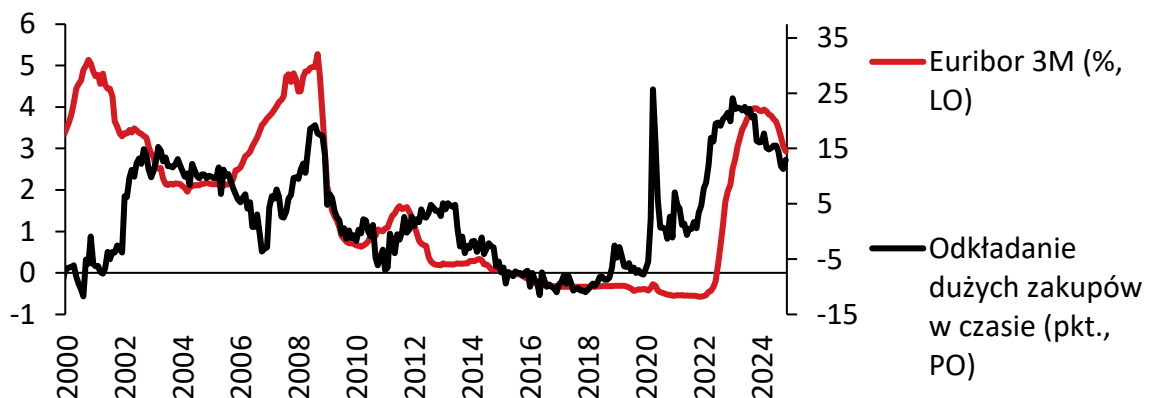
Popyt na kredyt obserwowany przez banki w strefie euro

Statystyka bilansowa, pkt. proc.



Stopy procentowe a odkładanie zakupów w czasie

%, pkt. proc.

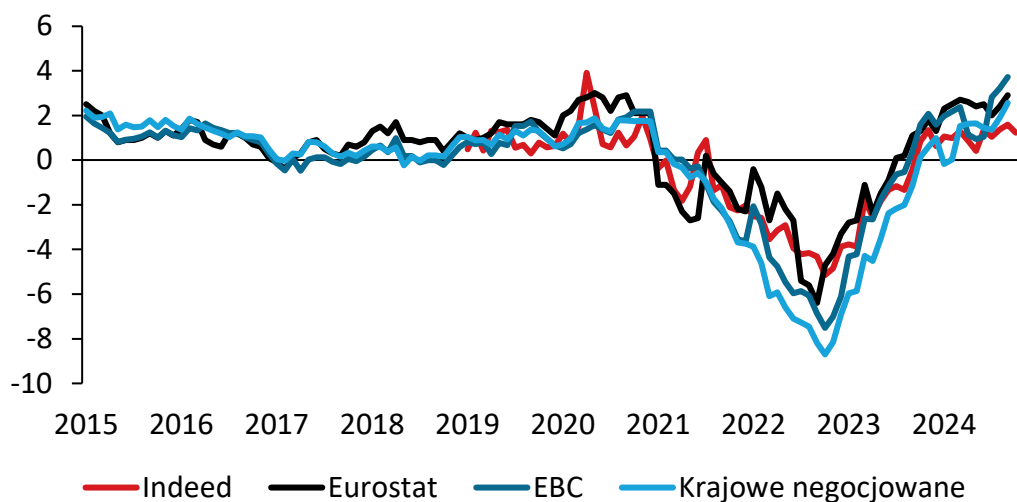


- Uważamy, że polityka pieniężna w strefie euro już działa i jej efekty są dwojakie: wygasanie skutków wcześniejszych podwyżek stóp proc. i ujawnianie efektów trwających obniżek.
- Wg modeli budowanych i wykorzystywanych przez EBC, polityka pieniężna najmocniej obniżała poziom PKB strefy euro na przełomie 2023 i 2024 r. Pod koniec 2025 r. jej wpływ na poziom PKB będzie już zaniedbywalny, jeśli zrealizują się nasze prognozy dalszego spadku stóp proc. EBC. Wpływ na wzrost PKB jest pozytywny już teraz.
- W danych makro widzimy pierwsze efekty spuszczenia nogi z monetarnego hamulca.
 - Europejskie banki sygnalizują ustabilizowanie warunków udzielania kredytów i raportują wzrost popytu na kredyt we wszystkich istotnych kategoriach.
 - Konsumenci w strefie euro są coraz mniej skłonni do oszczędzania i odkładania zakupów w czasie (przyjęliśmy różnicę między skłonnością do dokonywania ważnych zakupów w przyszłości i dziś jako miarę preferencji czasowej).
 - Preferencja płynności przechyliła się w stronę bardziej płynnych form pieniądza, co widać w strukturze depozytów gospodarstw domowych w strefie euro i – spoglądając szerzej – w odbiciu dynamiki płynnej podaży pieniądza (M1).
- To dopiero początek. Gospodarka strefy euro będzie funkcjonować inaczej przy polityce pieniężnej skalibrowanej jako neutralna (czyli przy zerowych lub nawet lekko ujemnych realnych stopach procentowych). Oczekujemy spadku stopy depozytowej do 2%.



Realny wzrost płac w strefie euro wg różnych miar

% r/r

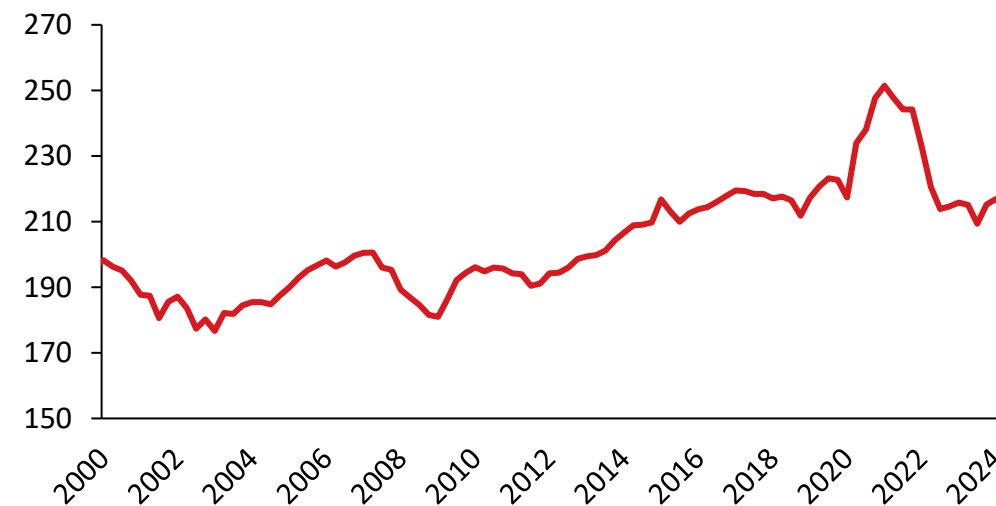


Źródło: Macrobond, Analizy Pekao

- Naszą mantrą w tym raporcie jest przekonanie, że większość problemów strefy euro (lub szerzej – UE) jest cykliczna a nie strukturalna i powinna być rozwiązywana odpowiednimi narzędziami.
- Najważniejszym cyklicznym problemem strefy euro jest słabość konsumpcji wynikająca z potężnego spadku (nawet 5-8% r/r) realnych dochodów gospodarstw domowych w okresie kryzysu energetycznego. W połowie 2023 r. skończył się okres spadku realnych dochodów.
- Dodatkowo, wysokie stopy procentowe radykalnie zmieniły kalkulacje konsumentów co do opłacalności oszczędzania. Nie może dziwić, że w

Aktywa finansowe gospodarstw domowych w strefie euro

% dochodu rozporządzalnego



Źródło: Eurostat, Analizy Pekao

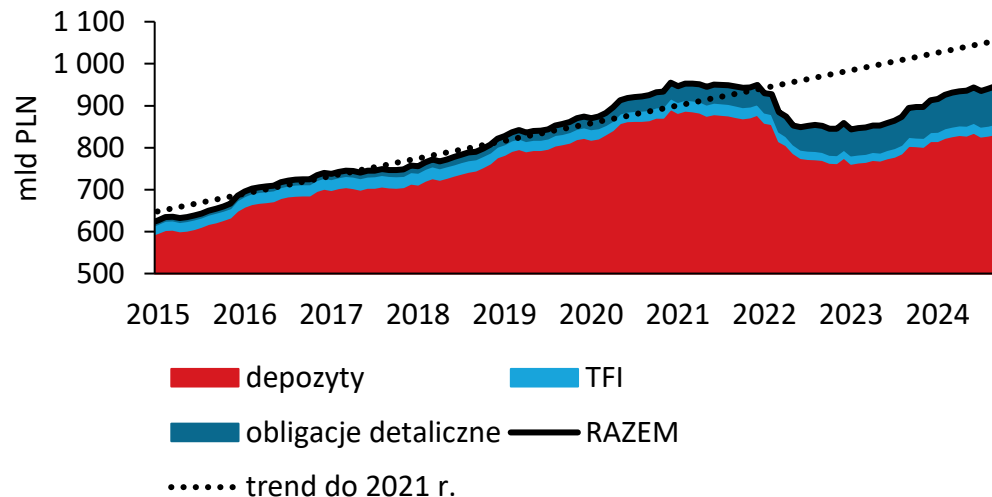
latach 2020-2024 stopa oszczędności gospodarstw domowych była podwyższona. Co działo się z zaoszczędzonymi środkami?

- Co ciekawe, nie znajdziemy ich łatwo w ich bilansach. Aktywa finansowe gospodarstw domowych są tak duże, jak przed pandemią (a inflacja i podwyżki stóp „zjadły” pandemiczny wzrost). Spadły za to pasywa – europejscy konsumenci spłacali w ostatnich latach zobowiązania.
- Jednocześnie, oznacza to, że europejskie gospodarstwa domowe utrzymują obecnie normalny poziom oszczędności i mogą bez przeszkód wydawać z bieżącego dochodu.



Struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce

Depozyty płynne i aktywa inwestycyjne, mld PLN

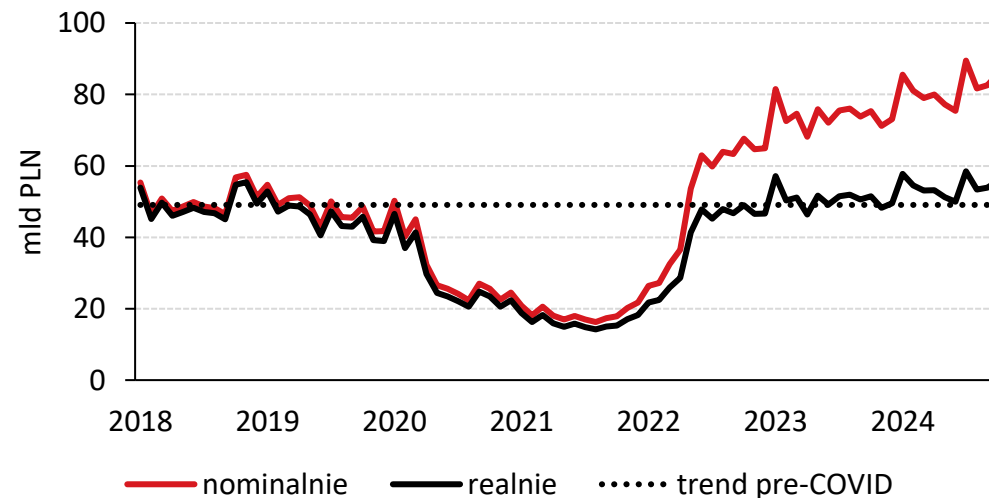


Źródło: Macrobond, NBP, MF, IZFiA, Pekao Analizy

- Odbudowa oszczędności skończyła się w końcu 2024 r. Pomimo nadal podwyższonych stóp procentowych, przyrost realnych oszczędności wyhamował z powrotem do trendu. Był to efekt dobrowolnej decyzji gospodarstw domowych, gdyż nieprawdą jest, że rosnące koszty życia wymusiły ograniczenie oszczędności (w takim scenariuszu nie obserwowalibyśmy solidnego wzrostu realnych płac o 7,6% r/r w ub.r.).
- W 2025 r. skutki wolniejszego wzrostu realnych płac będą się bilansowały z niższą niż w ub.r. skłonnością do oszczędzania. Efekt: konsumpcja prywatna będzie rosła w tempie podobnym do zeszłorocznego.

Strumień nowych depozytów gospodarstw domowych

Szereg miesięczny, mld PLN

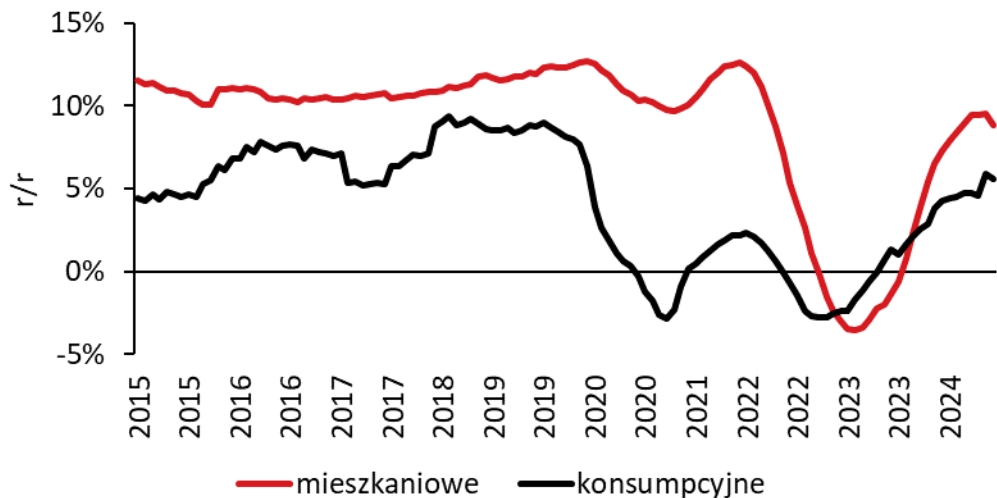


Źródło: NBP, Pekao Analizy

- Napływ nominalnych depozytów od osób prywatnych do sektora bankowego pozostaje nominalnie podwyższony, ale po korekcie o inflację nie odbiega od historycznych poziomów.
- Normalizacja dynamiki oszczędności w 2025 r. będzie zasługą stabilizacji zainteresowania oszczędnościowymi SPW. To właśnie skokowy wzrost zakupów obligacji detalicznych (zwł. papierami z serii COI indeksowanymi do inflacji) był motorem wzrostu realnych oszczędności – ale wobec prognozowanej dezinflacji i cięć stóp proc. na horyzoncie raczej nie ma co liczyć na powtórkę takiego scenariusza.

**Dynamika wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych**

Kredyty mieszkaniowe obejmują wyłącznie umowy w PLN; dynamiki roczne

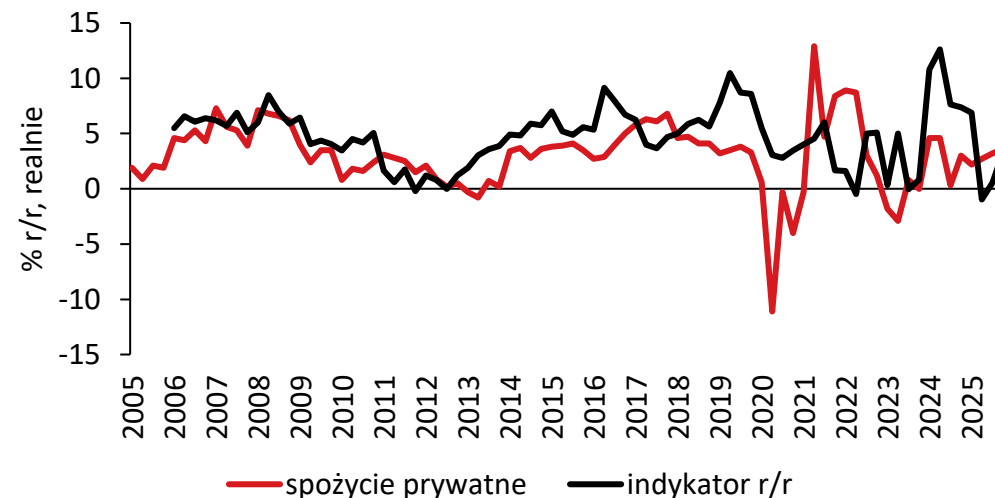


Źródło: NBP, Pekao Analizy

- Pomimo utrzymujących się podwyższonych stóp procentowych, apetyt Polaków na kredyt konsumpcyjny wciąż rośnie. Mimo to wolumenowi pożyczek konsumpcyjnych nadal daleko do pre-pandemicznych dynamik (w latach 2015-2019 przeciętnie 7% r/r). Przyrost kredytów nie dogania też dynamiki depozytów, która pozostaje dwucyfrowa.
- Dane z rynku kredytowego każą zachować umiarkowanie przy prognozowaniu konsumpcji. Rosnące zadłużenie krajowych gospodarstw domowych będzie czynnikiem wspierającym spożycie prywatne i sprzedaż detaliczną, ale siła jego oddziaływania pozostanie umiarkowana i nie przeważa nad hamującym funduszem płac.

Dynamika spożycia prywatnego na tle wskaźnika realnych dochodów

Dochody oszacowano jako sumę funduszu płac, rent i emerytur, a także świadczeń

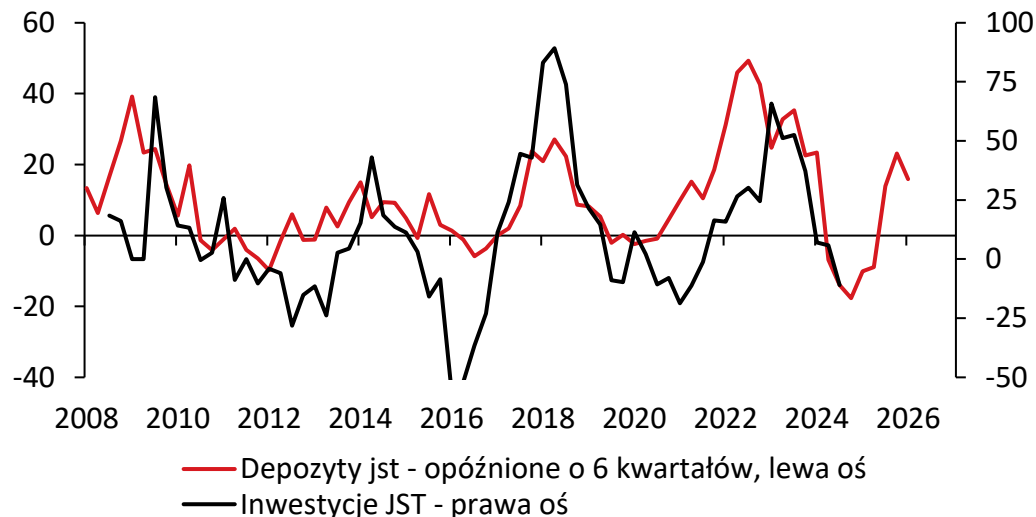


Źródło: Macrobond, MF, NBP, GUS, Pekao Analizy

- Historycznie dochody Polaków (płace+emerytury+transfery) pozwalały trafnie przewidzieć zachowanie konsumpcji.
- W 2024 r. na rekordowe wzrosty płac nałożyły się ponadprzeciętne transfery (np. waloryzacja świadczenia wychowawczego do 800 PLN). W 2025 r. wzrost dochodów będzie wolniejszy – to nie pomoże konsumpcji.
- Historycznie w okresach hamujących dochodów (np. 2008-2012) spadała również dynamika konsumpcji (czyli konsumpcję finansowały raczej dochody bieżące niż oszczędności/kredyt). W 2025 r., przy wysokich stopach procentowych, nie zanoszą się na zmiany.

**Plany inwestycyjne samorządów i ich wykonanie**

Dynamika jako % r/r a struktura jako wkłady

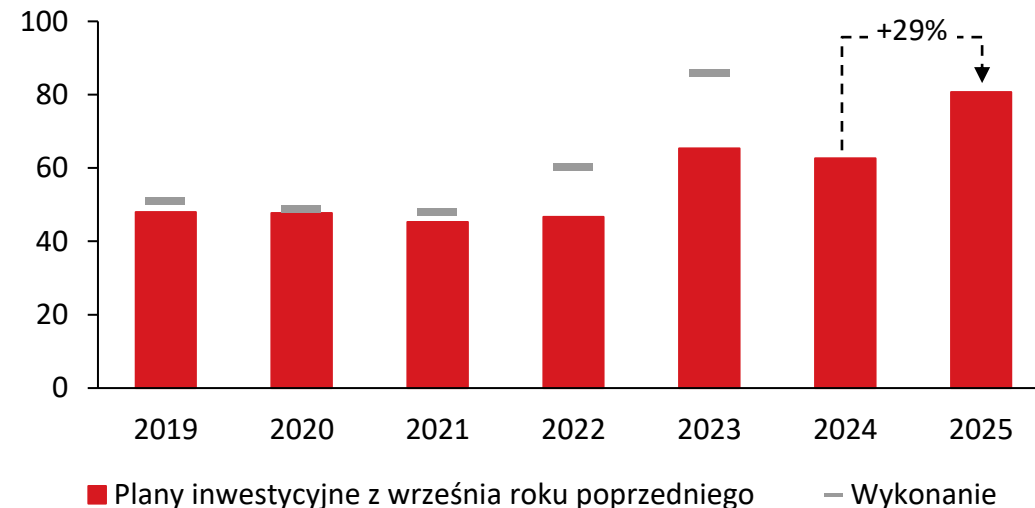


Źródło: Ministerstwo Finansów, Analizy Pekao

- Samorządy wydały w ubiegłym roku ok. 80 mld zł na inwestycje, czyli odpowiadały za niespełna 15% nakładów inwestycyjnych w całej polskiej gospodarce. Są one – jako grupa – największym inwestorem publicznym, którego plany i decyzje stanowią papierek lakmusowy cyklu inwestycyjnego w całej gospodarce. W 2024 roku nacisnęły na hamulec.
- W 2025 r. dla odmiany samorządy z inwestycjami przyspieszą. Może nie będą to jeszcze pełne obroty, ale wzrost nakładów na ten cel powinien być zauważalny. Za takim scenariuszem przemawia kilka argumentów:

Plany inwestycyjne samorządów i ich wykonanie

Dynamika jako % r/r a struktura jako wkłady



Źródło: Ministerstwo Finansów, Analizy Pekao

- Wysokie plany inwestycyjne w wieloletnich prognozach finansowych samorządów. Plany te opiewają na ten rok na 81 mld zł, o 29% więcej niż na rok 2024.
- Wzrost wydatków inwestycyjnych samorządów poprzedza zazwyczaj wzrost ich depozytów bankowych i taki wzrost zaobserwowaliśmy.
- Samorządy mają większą przestrzeń fiskalną na wzrost wydatków. W 2025 będą beneficjentem dużej reformy dochodów oraz większej dostępności funduszy UE, zarówno KPO, jak i spójności.

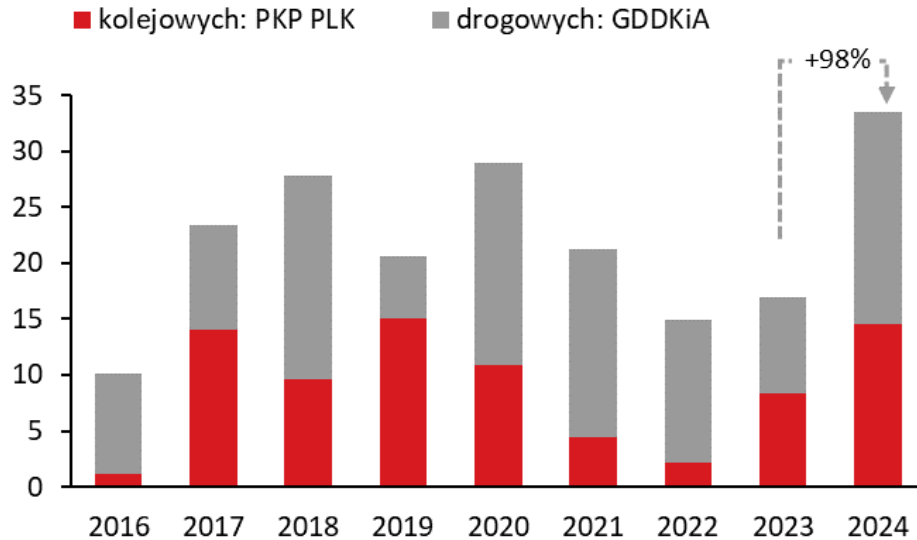
Duże inwestycje infrastrukturalne również powinny przyspieszyć

Fundusze z KPO płyną już od roku i zaczną być widoczne. W 2026 z cienia wyjdzie Fundusz Spójności



Wartość podpisanych umów na realizację inwestycji

w mld zł

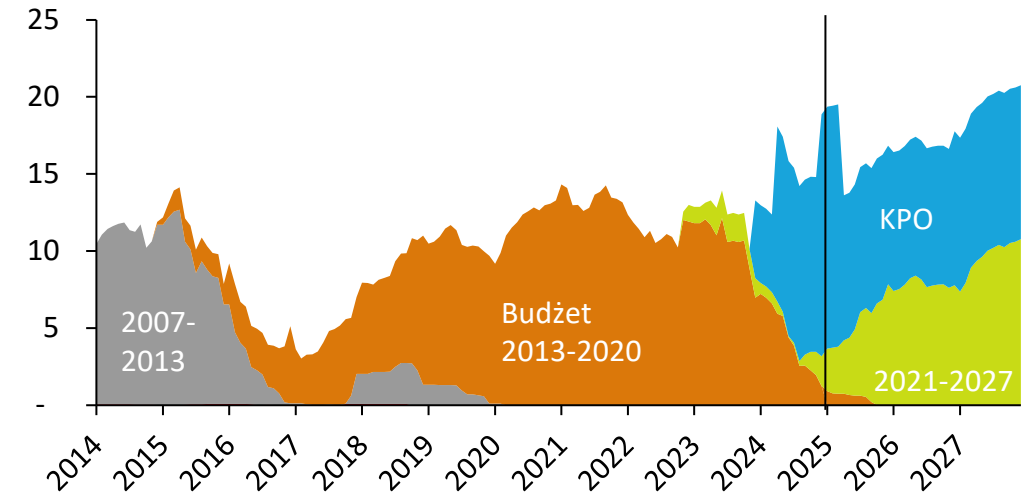


Źródło: Ministerstwo Finansów, Analizy Pekao

- Drugim pod względem wielkości inwestorem w Polsce są zarządcy sieci kolejowych i drogowych: PKP PLK i GDDKiA. Ich łączne roczne nakłady inwestycyjne wynoszą 20-30 mld zł w skali roku, przy czym w 2024 było to bliżej tego dolnego poziomu (finalnych sprawozdań jeszcze brak).
- Na duży wzrost nakładów inwestycyjnych w 2025 r. wskazuje duża wartość rozstrzygniętych przetargów na roboty projektowe i budowlane w ub. roku (33,5 mld zł, wobec 17 mld rok wcześniej). Nie wszystkie zdążą wejść w etap robót budowlanych, ale 30-50% wzrost nakładów inwestycyjnych GDDKiA oraz PKP PLK powinniśmy zaobserwować.

Napływ funduszy unijnych do Polski w skali roku

mld EUR, suma krocząca 12-miesięczna

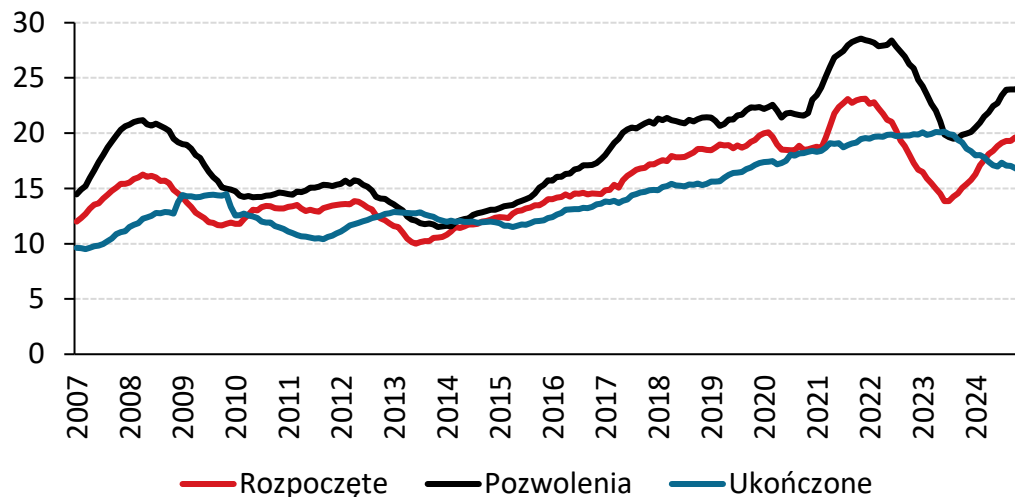


Źródło: Ministerstwo Finansów, Analizy Pekao

- Środki z KPO zostały odblokowane już ponad rok temu, ale jak dotąd zasilały one głównie fundusze celowe w Banku Gospodarstwa Krajowego. W międzyczasie trwały jednak konkursy i przetargi na spożytkowanie tych środków. Sądzymy że w 2025 r. zaczną one być widoczne w PKB.
- Rok 2025 będzie także rokiem, w którym rozpędu zaczną nabierać środki ze Funduszu Spójności UE z budżetu na lata 2021-2027. Jednak dopiero w 2026 zobaczymy ich wpływ na PKB.

**Aktywność inwestycyjna na rynku mieszkaniowym**

tys. mieszkań, 12m suma

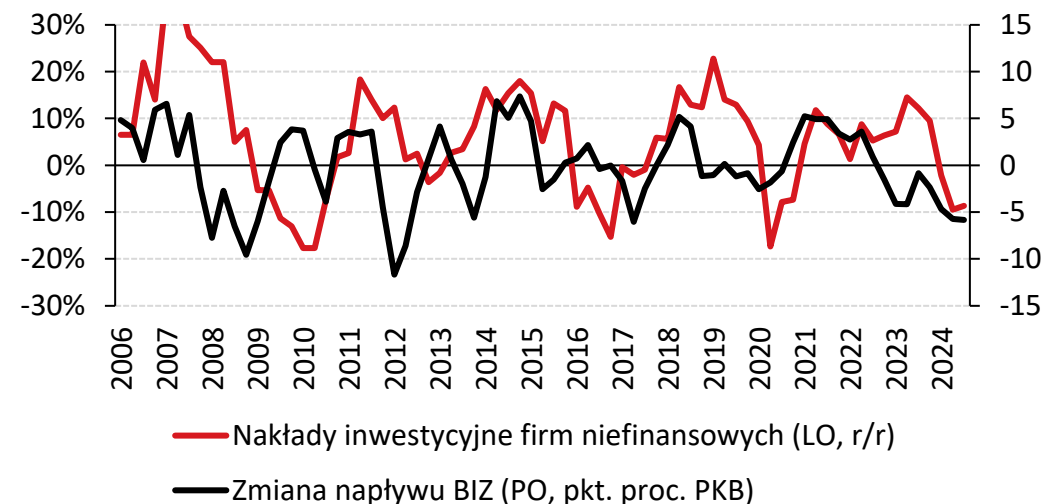


Źródło: GUS, Analizy Pekao

- Po załamaniu w latach 2022-2023 rynek mieszkaniowy przeżył niepełne i krótkotrwałe ożywienie, które spowodowało aktywność na normalne poziomy. Tym niemniej, czynniki za nim stojące (dopłaty do kredytów w ramach programu Bezpieczny Kredyt 2%, złagodzenie polityki pieniężnej przez RPP i kredytowej przez KNF) przestały działać.
- Jednocześnie, na rynku ujawnił się nawis podaży. Jego wchłonięcie przy obecnym popycie (relatywnie niskim, jak pokazuje realna sprzedaż kredytów) wymaga czasu. Naszym zdaniem budownictwo mieszkaniowe pozostanie w stagnacji do czasu dalszego spadku stóp procentowych.

Napływ BIZ do Polski a inwestycje firm

r/r

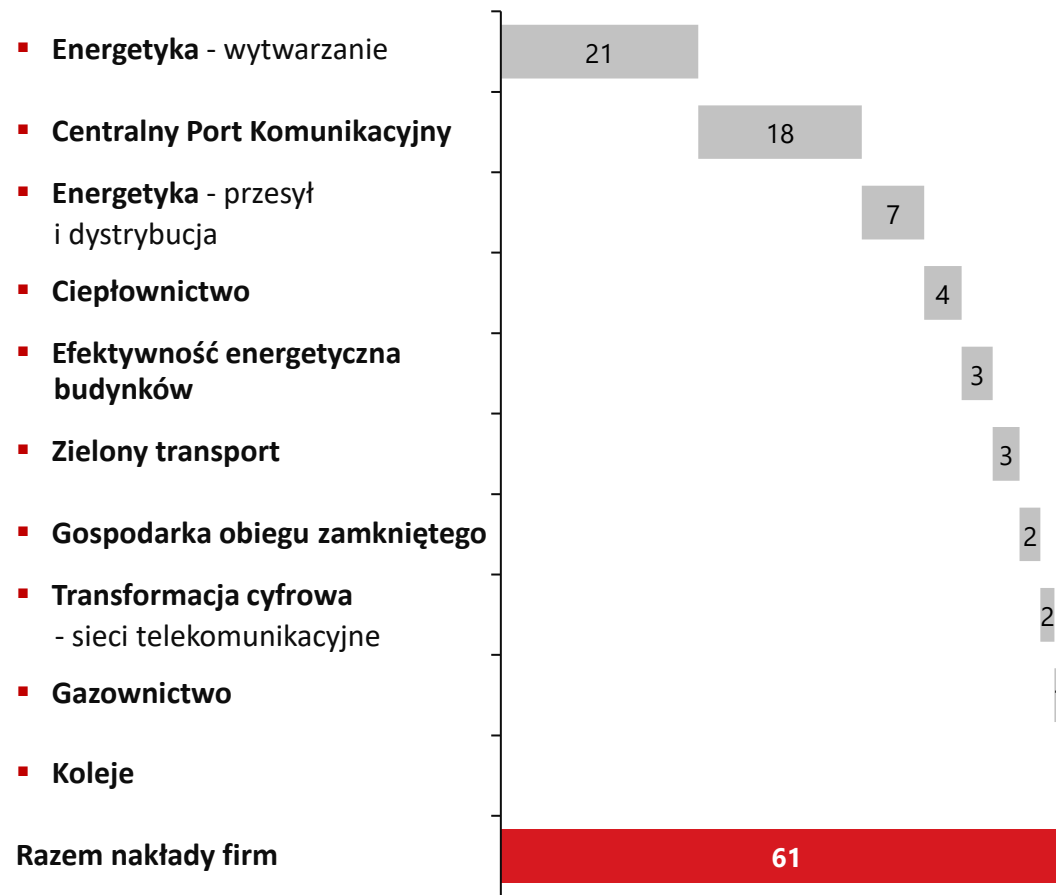


Źródło: NBP, GUS, Analizy Pekao

- Odbicie inwestycji firm będzie w 2025 r. raczej w sferze marż z uwagi na wysoki koszt kapitału, spadek zyskowności firm, różnego rodzaju niepewność oraz cykliczny spadek napływu BIZ w poprzednich latach.
- Oznaki poprawy w tym segmencie są wciąż nieśmiałe (wzrost wykorzystania mocy wytwórczych w przemyśle, deklaratywne sygnały odbicia popytu na kredyt inwestycyjny).
- Zakładamy zatem, że inwestycje prywatne utrzymają się na niezmiennym poziomie względem 2024 r. Perspektywy na kolejne lata są już dużo lepsze (por. kolejna strona).

**Ambicje inwestycyjne państwa**

- Głównym powodem naszego optymizmu co do inwestycji przedsiębiorstw w Polsce jest ambitny program inwestycyjny, który prowadzi państwo. Łatwo go nie docenić, gdyż wciąż znajduje się on na etapie przygotowań i projektowania. Mowa przede wszystkim o transformacji energetycznej, a więc budowie farm wiatrowych na Bałtyku, elektrowni jądrowej na Pomorzu oraz modernizacji sieci przesyłowej pod kątem rozproszonych źródeł OZE, magazynów energii i elektromobilności. Drugim dużym programem transformacyjnym jest Centralny Port Komunikacyjny, który łącznie ma pochłonąć 131 mld, uwzględniając 78 mld na komponent kolejowy. Trzecim dużym programem jest modernizacja armii.
- Większość wydatków we wspomnianych programach zostanie poniesiona przez instytucje publiczne (zarządców dróg, kolei, lotnisk, sieci elektroenergetycznych oraz wojsko), ale duży udział (45% wg naszych obliczeń) będzie miał sektor przedsiębiorstw, głównie skarbu państwa (spółki energetyczne), ale także firmy prywatne. Łączny wzrost nakładów inwestycyjnych sektora przedsiębiorstw z tego tytułu szacujemy na 61 mld zł średniorocznie do 2030.
- Sądzymy, że w 2025 r. projekty transformacyjne zaczną już wchodzić w fazę realizacji, co będzie stopniowo poprawiać koniunkturę wśród firm i zachęci je do zwiększenia ambicji inwestycyjnych. Źródłem finansowania będą częściowo fundusze publiczne (KPO i fundusz spójności) oraz kredyt bankowy. Pozwoli to podtrzymać wysoką (>8% r/r) dynamikę inwestycji oraz 4% wzrostu polskiego PKB w 2026 r.
- Więcej na ten temat napiszemy w kolejnym raporcie specjalnym.

**Projekcja wzrostu średniorocznych nakładów przedsiębiorstw
w mld zł, w latach 2025-2030 względem lat 2021-2023**

Ile więc wyniesie wzrost PKB w Polsce i jakie będą jego źródła?

Krótko mówiąc: 4,0% r/r w 2025 r. i tyle samo w 2026 r.

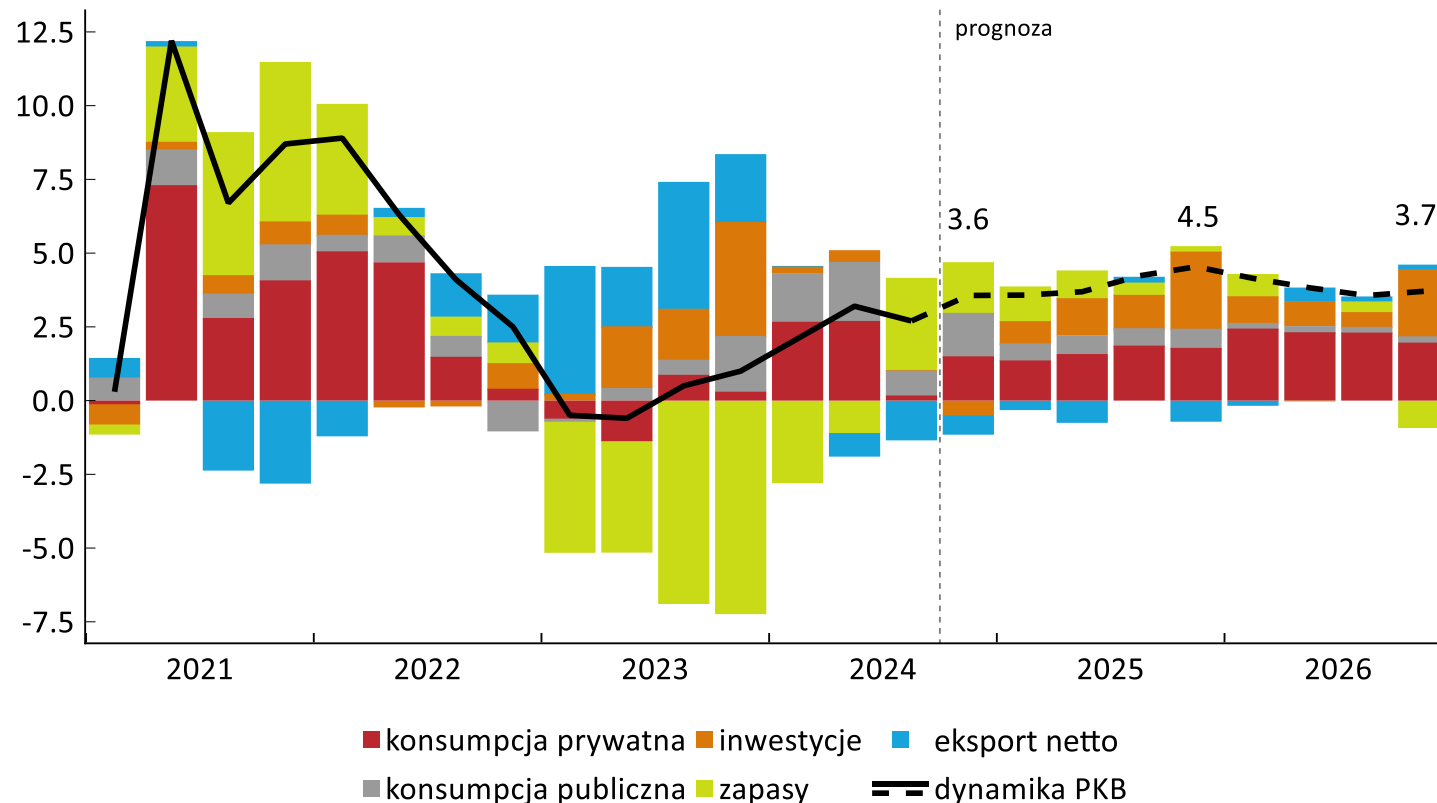


Reasumując:

- Okres odbudowy oszczędności przez polskiego konsumenta zakończył się – w 2025 r. konsumpcja będzie rosła w takim tempie, jak dochód, czyli 3%.
- W 2025 r. znacząco przyspieszą inwestycje i będzie to zasługa nakładów sektora publicznego (drogi, koleje, energetyka, samorządy). Przy stabilizacji inwestycji prywatnych na niskim poziomie wystarczy to, żeby wzrost inwestycji był dwucyfrowy w końcówce roku
- Eksport powinien przyspieszyć w ślad za dalszą odbudową popytu krajowego głównych partnerów handlowych Polski. Wkład eksportu netto będzie jednak ujemny.
- Spodziewamy się, że w 2025 r. polska gospodarka urośnie o 4%.

Struktura wzrostu i dynamika PKB w Polsce: dane historyczne i prognoza

Dynamika jako % r/r a struktura jako wkłady



Druga (znacznie niższa) górką inflacyjną przed nami

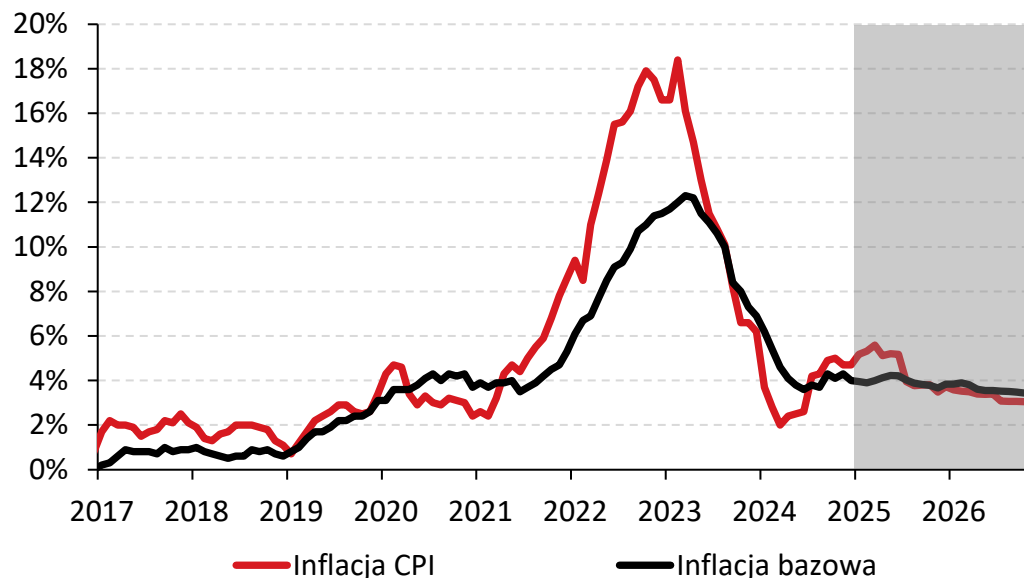
Powrót na trwałe do celu inflacyjnego nie wcześniej niż w I połowie 2026 r.



- Z początkiem 2025 r. zakładamy dalsze przyspieszenie inflacji ze **szczytem w marcu ok. 5,5% r/r** ze względu na efekt niskiej bazy odniesienia. Z kolei z początkiem drugiego półrocza zaliczymy przez efekty bazowe **tąpnięcie w dół poniżej 4,0% r/r**.
- Kształt ścieżki inflacyjnej, w mniejszym stopniu niż w 2024 roku, będzie ponownie uzależniony od czynników regulowanych (taryfy energetyczne dla gosp. domowych, akcyza na wyroby tytoniowe).
- Podwyższona inflacja bazowa (szczególnie w sektorze usług) będzie problemem także w 2025 r. – ze względu na przekładające się "lepką" wysokie koszty pracy oraz stopniowo domykającą się lukę popytową przy rozpędzającej się polskiej gospodarce. Ostatnia mila dezinflacji będzie problemem także w Polsce.
- Stabilne ceny surowców przemysłowych czy energetycznych utrzymują nisko presję inflacyjną towarów. Nie powinno się tutaj dużo zmienić także w 2025 r.
- Dalej podwyższone tempo wzrostu cen żywności ze względu na czynniki podażowe.
- **Średnioroczna inflacja w 2025: 4,5%, w 2026: 3,3%.** Do celu inflacyjnego (rozumianego jako przedział dopuszczalnych wahań od celu) nie wrócimy szybko – w naszej opinii będzie to możliwe nie wcześniej niż w I połowie 2026 r.

Perspektywy inflacyjne

% r/r



% r/r	2024	2025 (P)	2026 (P)
CPI	3,6	4,5	3,3
Inflacja bazowa	4,3	3,9	3,5
Żywność	3,1	4,9	3,7
Nośniki energii	4,4	8,9	3,0
Paliwa	-2,3	-0,6	-0,5

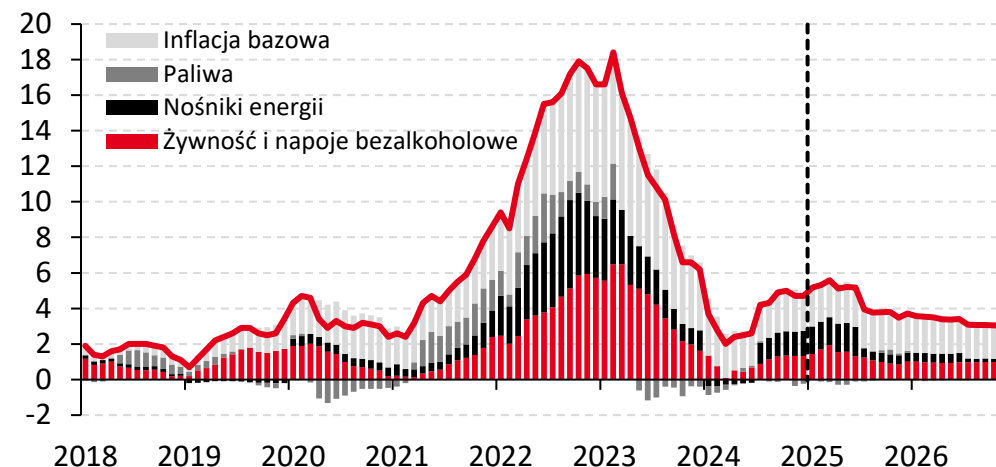
Źródło: GUS, NBP, Analizy Pekao



- Kształt ścieżki inflacyjnej, w mniejszym stopniu niż w 2024 roku, będzie ponownie uzależniony od czynników regulowanych.
- **Energia elektryczna:**
 - do września 2025 r. zamrożona cena maksymalna na poziomie 500 zł/MWh. Zakładając, że po tym okresie ceny energii zostaną odmrożone, to prawdopodobnie ceny taryfowe zaproponowane przez dostawców energii i zatwierdzone przez URE nie powinny odbiegać od obecnego zamrożonego poziomu cen, więc nie spodziewamy się z tego powodu skoku inflacji w IV kwartale 2025 r. Niewykluczona jest również kontynuacja mrożenia cen.
 - do połowy roku zawieszone pobieranie opłaty mocowej, odmrożenie zwiększy inflację CPI o **0,25 pkt. proc.**
- **Gaz:**
 - do połowy 2025 r. zamrożona cena sprzedaży gazu na poziomie 239 zł/MWh. Nowa taryfa od początku II połowy roku - na podstawie wycen kontraktów terminowych zakładamy jej wzrost o 5%, co podbije inflację o **0,1 pkt. proc.**
 - Od początku 2025 r. wzrost opłat dystrybucyjnych o 25%, co zwiększy inflację o **0,15 pkt. proc.**
- **Wyroby tytoniowe:**
 - Od marca 2025 r. znacznie wyższa niż zapisana w tzw. mapie drogowej podwyżka akcyzy, co podbije inflację o **0,2 pkt. proc.**

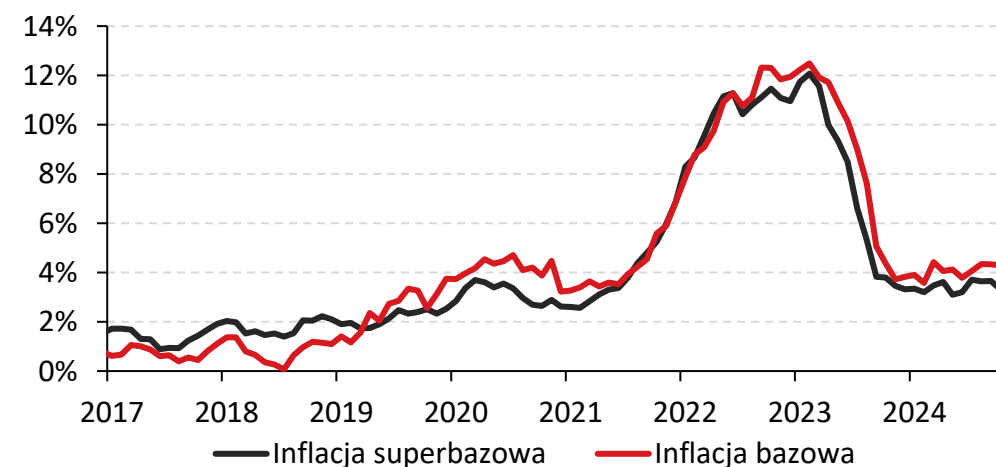
Struktura inflacji

% r/r, pkt. proc.



Inflacja superbazowa

6-mies. śr. ruchoma, annualizowana, wyrównana sezonowo



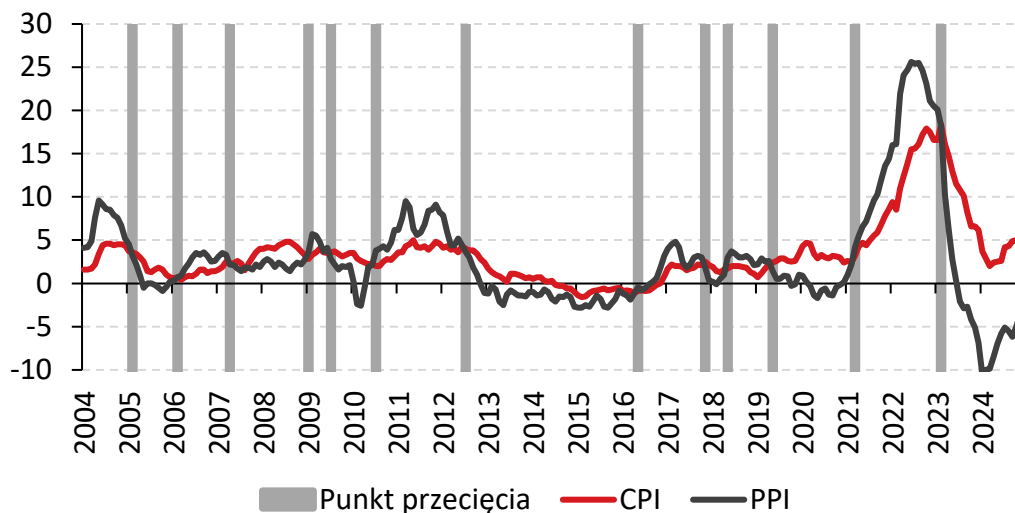
Inflacja surowcowa nie stanowi już problemu

Powrót cen do przedszkolowego poziomu z połowy 2021 r. - nowa równowaga



Inflacja CPI vs. PPI

% r/r

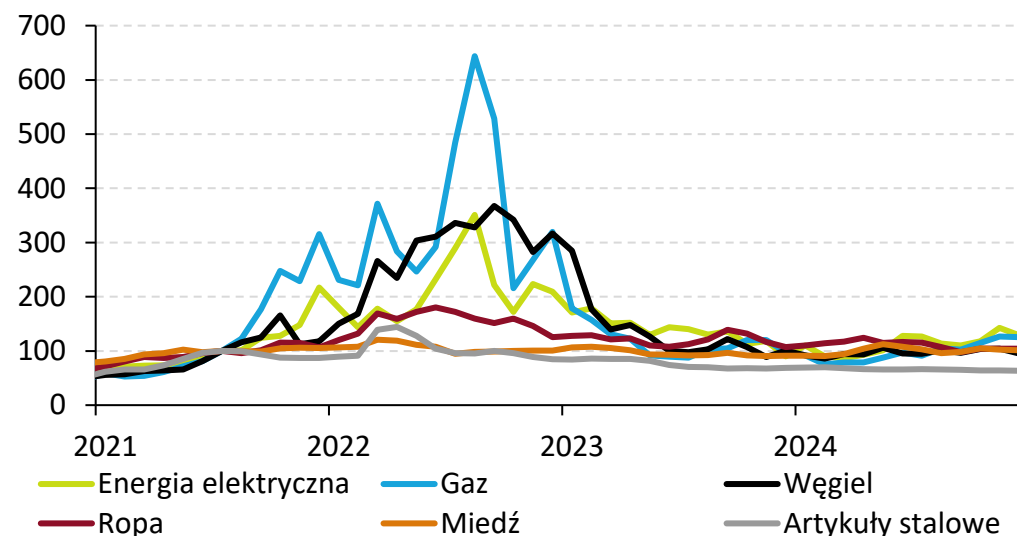


Źródło: GUS, Pekao Analizy

- Rok 2024 dalej stał pod znakiem deflacji produkcyjnej napędzanej spadkiem czy już bardziej stabilizacją cen surowców energetycznych, dóbr przemysłowych i frachtu.
- Schodząc z wysokiej bazy odniesienia roczna dynamika cen produkcyjnych (PPI) zbliży się do zera w połowie 2025 r. PPI ma znaczenie nie tylko jako miernik presji cenowej w samym przemyśle, ale również jako wskaźnik wyprzedzający dla inflacji konsumenckiej (CPI). Dlatego inflację surowcową możemy jak na razie odsunąć w dalej niezidentyfikowaną przyszłość (przy zachowanym obecnym, politycznym status-quo).

Poziom cen hurtowych wybranych surowców przemysłowych i energetycznych

połowa 2021 r. = 100



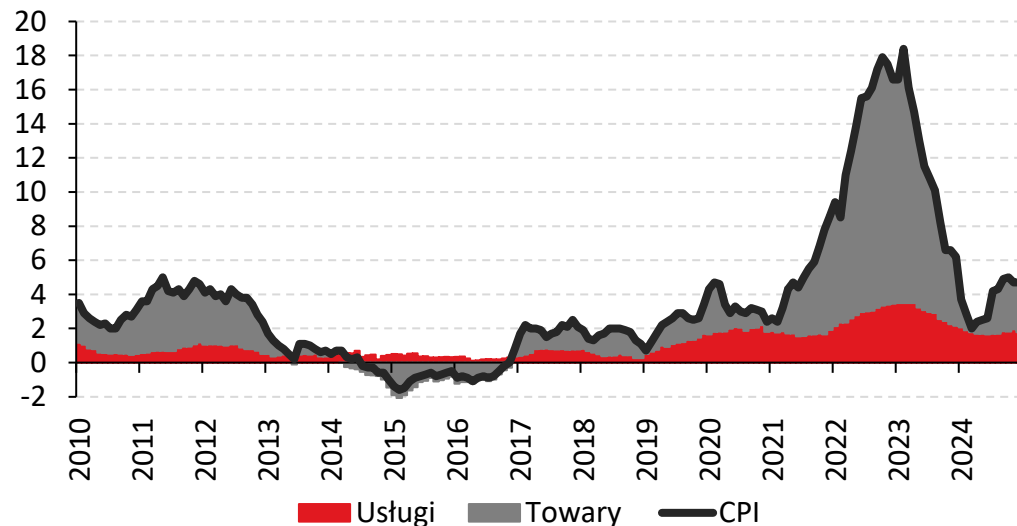
Źródło: Refinitiv, Macrobond, Pekao Analizy

- 3 lata zajęto rynkowi surowców energetycznych i przemysłowych, żeby wrócić do poziomu sprzed kryzysu (poł. 2021 r.) – nowa równowaga.
- Ryzyka na przyszłość skierowane są w dół:
 - protekcjonizm i wojny handlowe nie są dobrym środowiskiem do rozwoju międzynarodowego handlu,
 - brak perspektyw na znaczący wzrost globalnej gospodarki (w tym Chin),
 - zmniejszenie eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie,
 - nadpodaż rynkowa ropy naftowej (wzrost podaży z USA, łagodzenie cięć produkcji ropy przez OPEC+).



Inflacja CPI – wkład towarów i usług

%r/r, pkt. proc.

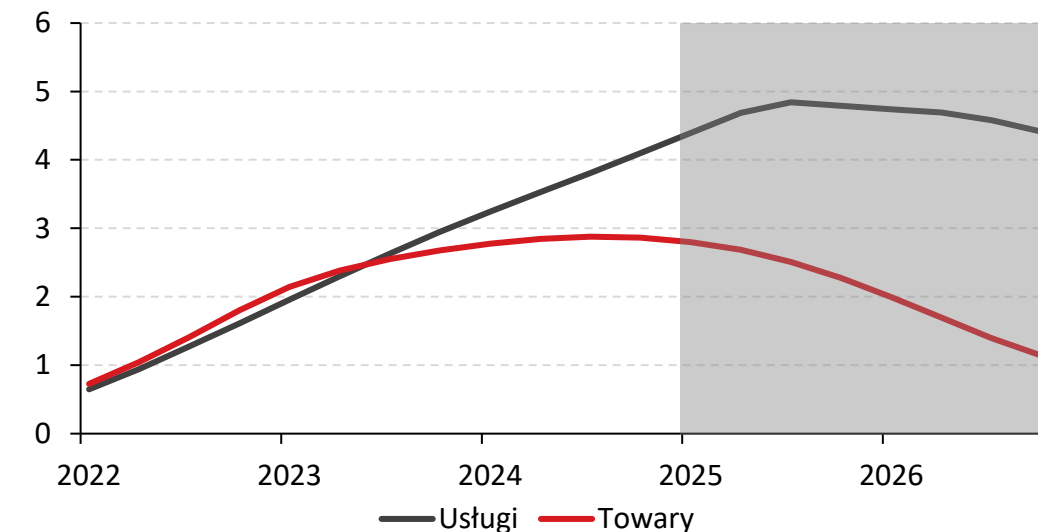


Źródło: GUS, Pekao Analizy

- Jednym z ważniejszych czynników ograniczających tempo dezinflacji w 2025 r. będzie utrzymująca się dobra sytuacja na rynku pracy, a szczególnie wysoki wzrost wynagrodzeń.
- I choć ich dynamika ma się na przestrzeni roku stopniowo obniżać, to nie ma już ucieczki od spowodowanej tym uporczywości inflacji bazowej, a dokładniej inflacji cen usług. Koszty pracy w branżach usługowych stanowią zdecydowanie większy udział w całkowitych kosztach działalności operacyjnej.

Wpływ dynamiki płac (w tym prognozowanej) na inflację towarów oraz usług

pkt. proc.



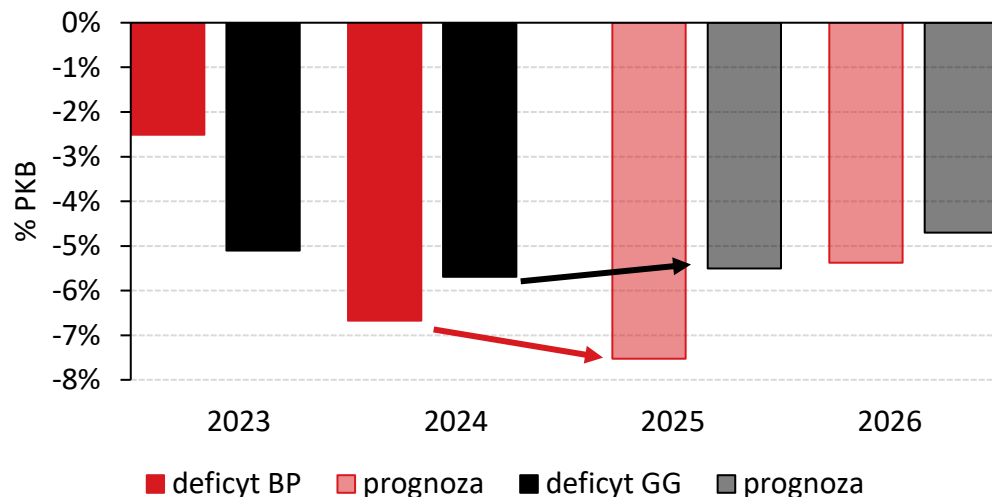
Źródło: GUS, Pekao Analizy

- Mało tego, że w usługach reakcja na szok kosztowy pracy jest wyraźnie silniejsza, to jeszcze trwa zdecydowanie dłużej niż w sektorach nastawionych na produkcję towarów.
- Szczyt oddziaływania obecnej sytuacji na rynku pracy będzie najwyższy dla inflacji usług w połowie 2025 r. i dopiero po tym okresie zacznie stopniowo się zmniejszać. Co innego w inflacji towarów, dla której szczyt oddziaływania na inflację już minął w II kwartale 2024 r. i na przestrzeni najbliższych dwóch lat szybko się obniży.



Porównanie deficytów budżetu państwa (BP) i *general govt.* (GG)

% PKB

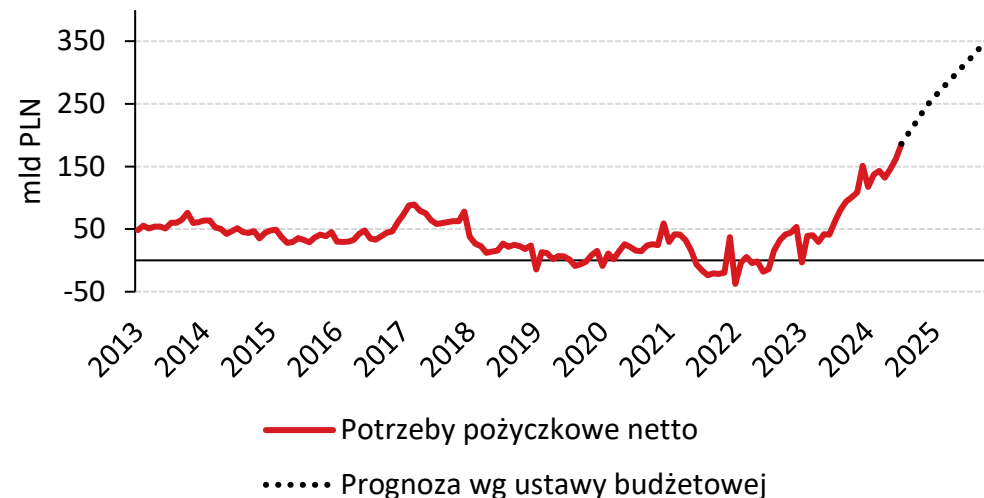


Źródło: GUS, Pekao Analizy

- Wyraźny wzrost deficytów budżetowych po 2023 r. nie stanowi impulsu fiskalnego, co widać po stagnacji deficytu instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*, GG, wg metodologii ESA).
- Dlaczego tak jest? To kwestia zbrojeń, które obciążają kasowo budżet (ale nie widać ich w ujęciu memoriałowym), ale i przesunięć długu BGK/PFR do budżetu (co nie zmienia długu GG, ale obciąża budżet państwa)
- Efektem wydatków na obronność są też rekordowe *stock-flow adjustments* (różnice między deficytem kasowym a memoriałowym), które sięgną 2,9% PKB wobec 2,4% w 2024 i 1,6% w 2026.

Potrzeby pożyczkowe netto

Wartości historyczne i ekstrapolacja z ustaw budżetowych, mld PLN

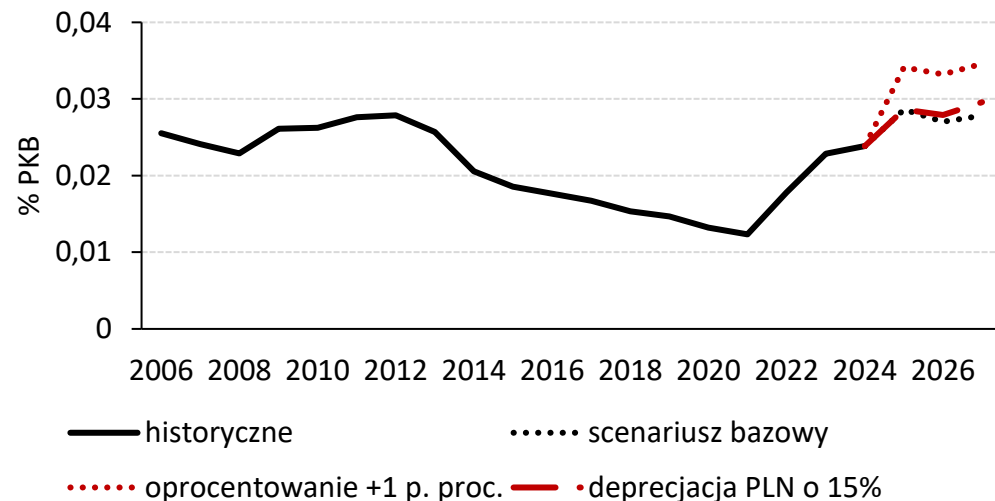


Źródło: GUS, Pekao Analizy

- Brak impulsu fiskalnego nie oznacza jednak, że polityka wydatkowa państwa będzie zachowawcza. Sfinansowanie rekordowego deficytu kasowego budżetu państwa (289 mld PLN) oznacza, że potrzeby pożyczkowe netto wyniosą 369 mld PLN.
- Ministerstwo Finansów nie powinno mieć większych problemów z uplasowaniem na rynku niemal 370 mld PLN długu. Krajowi inwestorzy instytucjonalni pozostają zainteresowani SPW, spodziewamy się też lekkiego wzrostu emisji FX. Jednocześnie rentowności obligacji będą spadać, a krzywa dochodowości wystromi się (antycypacja cięć RPP).

Koszty obsługi długu *general government* (GG)

% PKB. Historycznie + prognoza scenariuszowa

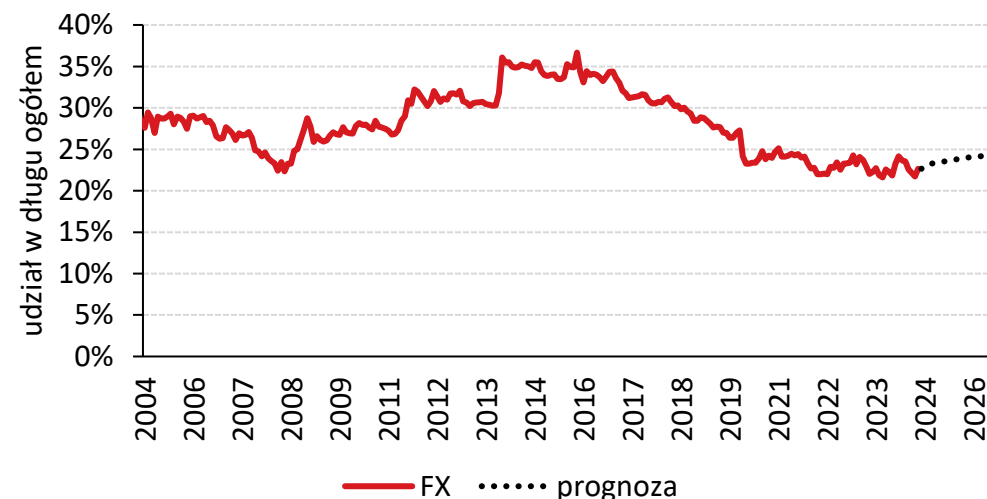


Źródło: Macrobond, MF, NBP, DG ECFIN AMECO, IMF, Pekao Analizy

- Koszty obsługi długu sektora instytucji rządowych i samorządowych zbliżą się do 3% PKB. To poziomy znane z lat następujących po globalnym kryzysie 2008 r.
- Rosnące emisje długu oznaczają wyższą ekspozycję na ryzyko stopy proc. Wzrost efektywnego oprocentowania zadłużenia (ang. *implicit interest rate*, *IIR*) o 1 p. proc. może wynieść koszty obsługi długu do 3,4% PKB już w 2025 r.

Udział długu nominowanego w walutach obcych

% zadłużenia ogółem. Historycznie + prognoza



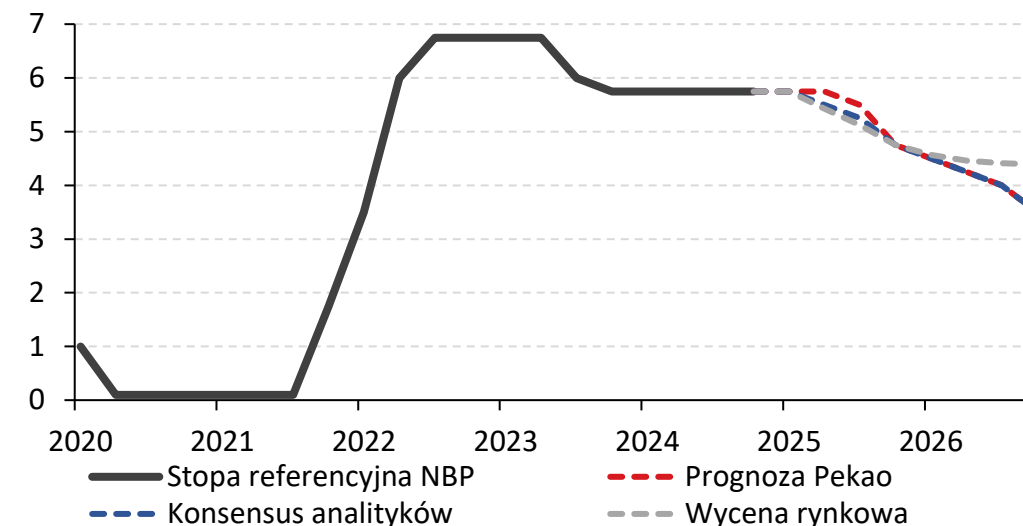
Źródło: MF, Pekao Analizy

- Rośnie udział długu zagranicznego (krajowemu rynkowi brakuje mocy absorpcyjnych), ale MF deklaruje, że udział obligacji dewizowych nie przekroczy 25%
- Silny krajowy rynek SPW przy zachowawczej polityce pieniężnej NBP sugeruje, że wzrost relatywnej wartości obligacji denominowanych w walutach obcych pozostanie umiarkowany. Do ponad 35-procentowych udziałów długu dewizowego, znanych z lat 2014-2016, wciąż nam bardzo daleko.



Deklarowany przez członków RPP moment rozpoczęcia cyklu obniżek stóp

Członek RPP	Listopad	Grudzień
Tyrowicz	brak	brak
Glapiński	marzec 25	IV kwartał 25/I kwartał 26
Masłowska	II połowa 25	II połowa 25/I kwartał 26
Dąbrowski	III kwartał 25	III kwartał 25
Litwiniuk	II połowa 25	lipiec 25
Wnorowski	marzec 25	marzec 25/II kwartał 25
Duda	marzec 25	marzec 25
Kochalski	marzec 25	marzec 25
Janczyk	marzec 25	marzec 25
Kotecki	marzec 25	marzec 25

Oczekiwania rynkowe co do ścieżki stóp procentowych
proc.

Źródło: Bloomberg, Refinitiv, Pekao Analizy

Źródło: Pekao Analizy, komentarze członków RPP

- RPP wygląda na mocno podzieloną co do momentu rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych. Przy takim podziale stron decydujący głos będzie miał prezes NBP Adam Glapiński.
- Prezes Glapiński nie pierwszy raz wykazuje wrażliwość na wpływ czynników regulowanych na inflację, werbalizując obawy o skok inflacji w IV kwartale w wyniku odmrożenia cen energii. Bez oficjalnej legislacji upewniającej o stabilizacji cen energii może mieć wygodny powód, aby nie głosować za obniżkami stóp. Przekłada to moment rozpoczęcia cyklu cięć co najmniej na II połowę 2025.

- Przy niesprzyjających czynnikach makroekonomicznych (m. in. uporczywa inflacja bazowa, solidny wzrost gospodarczy) w pewnym momencie projekcja NBP pokaże inflację poniżej celu NBP w horyzoncie prognozy. Zakładamy, że w lipcu (wraz z nową projekcją inflacyjną) skłoni to RPP do cięć stóp – łącznie o 100pb do końca 2025 r. (do 4,75%) i kolejne 125pb w 2026 r. (do 3,50%).
- Funkcja reakcji RPP jest niestabilna, przez co panuje duża niepewność rynkowa co do decyzji ws. polityki pieniężnej.

Departament Analiz Makroekonomicznych

Dr Ernest Pytlarczyk, CFA, Główny Ekonomista Banku

✉ ernest.pytlarczyk@pekao.com.pl

Zespół Analiz i Prognoz Rynkowych

Dr Piotr Bartkiewicz, CFA

✉ piotr.bartkiewicz@pekao.com.pl

Aleksandra Beśka

✉ aleksandra.beska@pekao.com.pl

Kamil Łuczkowski

✉ kamil.luczkowski@pekao.com.pl

Dr Karol Pogorzelski

✉ karol.pogorzelski@pekao.com.pl

Sebastian A. Roy

✉ sebastian.roy@pekao.com.pl

NOTA PRAWNA

Niniejsza publikacja (dalej „Publikacja”) przygotowana przez Departament Analiz Makroekonomicznych Banku Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna (dalej „Pekao S.A.”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny. Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego. Publikacja nie stanowi rekomendacji udzielanej w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, analizy inwestycyjnej, analizy finansowej oraz innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r, w sprawie nadużyć na rynku ani porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym dotyczącej inwestowania w instrumenty finansowe, a informacje w niej zawarte nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych i nie stanowi badania inwestycyjnego.

Przedstawiona w publikacji analiza oparta jest na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Pekao S.A. dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Pekao S.A. ani jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Pekao S.A. nie udziela w odniesieniu do niniejszej publikacji żadnych gwarancji, wyraźnych ani dorozumianych, dotyczących wartości handlowej, przydatności do określonego celu lub nienaruszania własności intelektualnej lub innego nienaruszania praw.

Niektóre treści objęte niniejszą publikacją mogą zawierać odesłania do stron internetowych i materiałów opracowanych przez podmioty trzecie. Pekao S.A. nie dokonuje weryfikacji takich stron internetowych i materiałów, w szczególności pod kątem ich prawdziwości i rzetelności zawartych w nich informacji, a wszelkie korzystanie z takich stron internetowych i materiałów następuje na wyłączne ryzyko i odpowiedzialność użytkownika. Odsyłanie przez Pekao S.A. w publikowanych treściach do zewnętrznych stron internetowych i materiałów nie oznacza również, że Pekao potwierdza lub podziela zawarte w nich poglądy i informacje.

Niniejsza publikacja może zawierać wypowiedzi prognozujące. Wypowiedzi te, oparte na bieżących planach, założeniach, ocenach, prognozach, oczekiwaniach oraz historycznych danych, jako odnoszące się do zdarzeń przyszłych są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Z tego względu nie stanowią one gwarancji przyszłych zdarzeń, sytuacji gospodarczej w ujęciu makroekonomicznym ani w odniesieniu do jakiegokolwiek konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów, cen instrumentów finansowych lub jakichkolwiek przyszłych wyników i wskaźników finansowych. Wszelkie prognozy dotyczące poziomu kursów walutowych nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te kursy walutowe.

Informacje zawarte w tej publikacji są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Pekao S.A. nie zobowiązuje się do ich aktualizowania po dniu utworzenia dokumentu.

Pekao S.A. i jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, jak również Pekao S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji.

Pekao S.A. oświadcza, że jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do Skarbowych Papierów Wartościowych wyemitowanych przez Ministerstwo Finansów oraz dokonuje transakcji na Skarbowych Papierach Wartościowych na własny rachunek. Pekao S.A. na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Departament Analiz Makroekonomicznych jest wydzieloną jednostką organizacyjną, niezależną od jednostki zawierającej w imieniu Banku transakcje na instrumentach finansowych. Jednocześnie wprowadzone wewnętrzne rozwiązania administracyjne oraz bariery informacyjne mają na celu zapobieganie konfliktom interesów. Wynagrodzenie pracowników sporządzających Publikację nie jest i nie będzie bezpośrednio lub pośrednio powiązane z wynikami finansowymi uzyskiwanych przez Pekao S.A. w ramach transakcji na instrumentach finansowych. Pracownicy sporządzający Publikację nie są zaangażowani kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem Publikacji oraz nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta oraz nie otrzymują od niego wynagrodzenia. Zgodnie z najlepszą wiedzą pracowników sporządzających Publikację, nie występują powiązania, które mogłyby rodzić konflikt interesów.

Analiza i ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w tym fundamentalnej, rynkowej, porównawczej i technicznej. Analiza fundamentalna bazuje na założeniu, iż otoczenie ekonomiczne i finansowe ma istotny wpływ na wycenę instrumentów finansowych i oczekiwania co do kierunków zmian w przyszłości. Zaletą tej metody jest oparcie analizy o czynniki obiektywne, w tym wskaźniki makroekonomiczne. Główną słabością może być wpływ krótkoterminowych tendencji rynkowych wywołanych czynnikami poza fundamentalnymi. Metoda rynkowa uwzględnia m.in. takie elementy jak postrzeganie sytuacji rynkowej przez inwestorów oraz bieżące zmiany w relacji popytu i podaży. Jej wadą jest duża subiektywność oraz brak dostępu do aktualnych danych. Metoda porównawcza opiera się na analizie zależności między klasami aktywów czy poszczególnymi instrumentami w celu identyfikacji krótkoterminowych odchyleń od historycznych zależności, co wspiera ocenę płynącą z zastosowania metody fundamentalnej. Wadą tego podejścia może być zbyt daleko idące uproszczenie w postaci bazowania na trendach z przeszłości. Metoda techniczna pozwala oszacować trendy w krótkim terminie, opierając się na analizie zachowania paramentów rynkowych związanych z instrumentami finansowymi w przeszłości. Słabą stroną podejścia jest bazowanie na historii, która nie musi się powtórzyć oraz brak odporności na bieżące zmiany w otoczeniu ekonomicznym.

Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanego prospektu emisyjnego lub kompletnej dokumentacji dla papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Pekao S.A. nie występuje w roli pośrednika ani przedstawiciela inwestora. Przed zawarciem każdej transakcji inwestor powinien, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Pekao S.A., określić jej ryzyko, potencjalne korzyści oraz straty z nią związane, jak również w szczególności charakterystykę, konsekwencje prawne, podatkowe i księgowe transakcji oraz konsekwencje zmieniających się czynników rynkowych, a także w sposób niezależny ocenić czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko.

Nadzór nad działalnością Pekao S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego dokumentu lub jego części bez pisemnej zgody Pekao S.A. jest zabronione.