



Bank Polski

Rejs w nieznane

Perspektywy gospodarcze na 2025

Departament Analiz Ekonomicznych
PKO Bank Polski
21 stycznia 2025

Spis treści



Bank Polski

Kluczowe tezy	3
10 głównych tematów na 2025	
#1 Czy konsumenci stracili zapał do zakupów?	6
#2 Spiętrzenie istotnych wyzwań inwestycyjnych ze wsparciem UE	16
#3 Niemcy – zagrożenie czy szansa?	27
#4 Czy Polska jest jeszcze konkurencyjna?	35
#5 Czy zatrudnienie w Polsce może jeszcze rosnąć?	46
#6 Gospodarcze skutki powrotu Donalda Trumpa	55
#7 Procedura naprawcza finansów publicznych	65
#8 Czy polityka pieniężna pozostanie skrajnie restrykcyjna?	71
#9 Czy to koniec silnego złotego?	83
#10 Rynek mieszkaniowy w stagnacji	87
Prognozy makroekonomiczne i rynkowe	93

Główne wnioski (1)

- **#0 Rejs w nieznane.** Geopolityka stanowi główny znak zapytania na 2025, a skala jej oddziaływania na globalną gospodarkę – światową wymianę handlową, inflację, politykę banków centralnych – staje się coraz większa. Na tle tego globalnego rejsu w nieznane Polska zdaje się podążać dobrze zdefiniowanym i relatywnie stabilnym kursem, w stronę niższej inflacji, silniejszego i bardziej zrównoważonego wzrostu gospodarczego, łagodzenia strukturalnych słabości i wykorzystywania strategicznych szans.
- **#1 Czy konsumenci stracili zamiłowanie do zakupów?** Obserwowana pod koniec 2024 słabość konsumpcji nie ma naszym zdaniem uzasadnienia w fundamentach – silny wzrost dochodów z pracy oraz emerytur i rent był w ostatnim czasie wystarczający, aby pokryć koszty wzrostu cen energii i żywności. Naszym zdaniem pogłoski o „śmierci konsumenta” są mocno przesadzone – oczekujemy, że w 2025 dynamika konsumpcji powróci do poziomów zgodnych z solidnymi fundamentami. Jednak zmiany zwyczajów konsumenckich, związane ze wzrostem zamożności społeczeństwa i zmianą jego struktury demograficznej, są nieuniknione. W średnim terminie najpewniej w dalszym ciągu silniej będzie rósł popyt na usługi, niż na towary.
- **#2 Spiętrzenie istotnych wyzwań inwestycyjnych ze wsparciem UE.** 2025 przyniesie wyraźne ożywienie aktywności inwestycyjnej, mimo utrzymywania się trudnego otoczenia gospodarczego i wciąż dużej ostrożności firm. Polska najzwyczajniej nie może też sobie pozwolić na stagnację w inwestycjach, by nie pogłębiać luki w zakresie stosowania nowoczesnych technologii, technicznego uzbrojenia pracy i źródeł energii. Boom inwestycyjny oznacza ożywienie w budownictwie (po całym roku spadków aktywności), w sektorach korzystających z rozbudowy infrastruktury, wśród producentów dóbr inwestycyjnych. W 2025 prym będą wiodły inwestycje w sektorze publicznym, ożywienie inwestycji prywatnych nastąpi z pewnym opóźnieniem, w 2025 i 2026, a dodatkowym wsparciem byłyby dla niego obniżki stóp procentowych NBP.
- **# 3 Niemcy – zagrożenie czy szansa?** Niemcy od 2 lat są w recesji. W 2024 dotychczas relatywnie odporny na problemy Niemiec krajowy przemysł mierzył się poza tym ze spadkiem popytu z innych państw strefy euro, w tym głównie w motoryzacji, jak również z dominacją Chin wykorzystujących przewagę konkurencyjną nad UE. Część branż (m.in. związanych z produkcją dóbr konsumpcyjnych) pozostała względnie odporna na dekoniunkturę w Niemczech, np. zwiększając eksport poza UE (m.in. do USA i UK). W 2025 szansą dla eksporterów może być oczekiwane ożywienie na europejskim rynku nieruchomości. Mimo słabości głównego partnera handlowego, w 2025 Polska wg OECD będzie europejskim liderem wzrostu. Potencjał rozwojowy widzimy m.in. w zwiększaniu krajowej produkcji zbrojeniowej i rozwoju infrastruktury (energetyka jądrowa, CPK, kolej).

Główne wnioski (2)

- **#4 Czy Polska jest jeszcze konkurencyjna?** Polscy eksporterzy wypływają na nieznane wody – do obserwowanych już wcześniej tendencji deglobalizacyjnych dołączyła groźba wojny celnej USA z resztą świata oraz rekordowa niepewność dotycząca polityki handlowej na świecie. W ostatnim czasie eksport towarów z Polski росł wolniej niż globalna wymiana handlowa, co było konsekwencją osłabienia popytu z kluczowych rynków eksportowych w strefie euro. Polscy eksporterzy są znani ze swojej elastyczności, a prognozy dla ich rynków zbytu się poprawiają, dlatego w przyszłość patrzymy z ostrożnym optymizmem. Pewnym ograniczeniem potencjału eksportowego gospodarki jest obserwowany w ostatnim czasie spadek napływu BIZ, jednak naszym zdaniem jest on przejściowy, a gospodarka pozostaje konkurencyjna. Pomimo silnego wzrostu w ostatnich latach, wynagrodzenia w Polsce wciąż są jednymi z niższych w UE. Spodziewany spadek dynamiki płac, połączony ze wzrostem produktywności i popytu przyczyni się do wyraźnego spadku dynamiki jednostkowych kosztów pracy, co powinno odbudować/wzmocnić pozycję konkurencyjną Polski, przynajmniej na europejskiej arenie.
- **#5 Czy zatrudnienie w Polsce może jeszcze rosnać?** W 2024 ograniczony popyt na pracę przyczyniał się do redukcji etatów, choć podobnie jak w ostatnich latach to demografia w największym stopniu determinowała dynamikę zatrudnienia. Z tego względu przewidywane przez nas przyspieszenie wzrostu PKB może się przełożyć na niewielką skalę wzrostu zatrudnienia w 2025, rzędu 0,2%. Ze względu na czynniki demograficzne prognozy podaży pracy pozostają jednoznacznie negatywne, a żaden z realistycznych scenariuszy migracyjnych nie wskazuje, aby napływ cudzoziemców mógł rozwiązać problemy starzejącego się społeczeństwa.
- **#6 Powrót D.Trumpa do władzy.** Zmiana władzy w USA będzie zwiększać polityczną niepewność jeszcze długo po inauguracji D.Trumpa. Jego program zakłada m.in. największą operację deportacji w historii USA, wysokie cła importowe oraz zakończenie wojny w Ukrainie. W połączeniu z obniżkami podatków skutkować to będzie zwiększeniem deficytu fiskalnego i zadłużenia publicznego przy jednoczesnym zmniejszeniu PKB względem status quo oraz zwiększeniu presji inflacyjnej i na rynku pracy. Wprowadzenie wysokich ceł przełożyłoby się także, głównie pośrednio przez Niemcy, na pogorszenie sytuacji polskich eksporterów i producentów.

Główne wnioski (3)

- **#7 Procedura naprawcza finansów publicznych.** W 2025 polityka fiskalna skupi się na kontynuacji modernizacji wojska i wzmocnieniu bezpieczeństwa państwa oraz inwestycjach w infrastrukturę. Dzieje się to w warunkach procedury nadmiernego deficytu, uruchomionej przez Komisję Europejską, co wymaga dostosowania do unijnych wymogów. Ministerstwo Finansów zakłada jedynie niewielkie ograniczenie deficytu w tym roku, odkładając większą konsolidację na kolejne lata i licząc na silny wzrost PKB, który podnosiłby wpływ podatkowe i pozwalał wyrastać z deficytu i długu. Prognozujemy spadek deficytu w 2025 do 5,6% PKB, jednak, by utrzymać dług poniżej 60% PKB, tempo konsolidacji powinno być szybsze.
- **#8 Czy polityka pieniężna pozostanie skrajnie restrykcyjna?** Patrząc na ostatnie komentarze ze strony NBP – nie można wykluczyć tego scenariusza, chociaż w tym raporcie staramy się wykazać, że skala inflacyjnych zagrożeń zmalała, a wiele obaw deklarowanych przez RPP i wskazywanych jako argumenty za opóźnianiem obniżek jest na wyrost. Przy trwałym powrocie inflacji do celu w 2h25 i ujemnej luce popytowej w 2025 i 2026, widzimy przestrzeń do podążania w stronę neutralnej polityki pieniężnej. To wg nas oznaczałoby obniżki stóp po 100pb w perspektywie najbliższych 2 lat.
- **#9 Czy to koniec silnego złotego?** W 2024 złoty umocnił się względem euro, a osłabił wobec dolara i był najlepiej radzącą sobie walutą regionu EŚiW. Kluczowe znaczenie dla siły złotego miała restrykcyjna polityka pieniężna – RPP stabilizowała stopy, podczas gdy Fed i EBC oraz banki regionalne były w cyklu obniżek. Jednocześnie fundamenty związane z równowagą zewnętrzną systematycznie się pogarszają. W 2025 istotnym źródłem niepewności dla notowań złotego będzie geopolityka.
- **#10. Rynek mieszkaniowy w stagnacji.** 2025 będzie rokiem spadku sprzedaży mieszkań, mniejszej aktywności budownictwa mieszkaniowego i stabilizacji cen. Impulsem dla strony popytowej byłyby przede wszystkim obniżki stóp procentowych. Przy wysokich kosztach robocizny i energii marże firm deweloperskich spadną. Na rynku najmu długoterminowego stawki powinny się utrzymać przy możliwym wzroście oferty. Na rynku najmu krótkoterminowego możliwa jest „recesja” – przy negatywnej presji na ceny możliwe jest wycofanie części oferty w kierunku najmu długoterminowego.

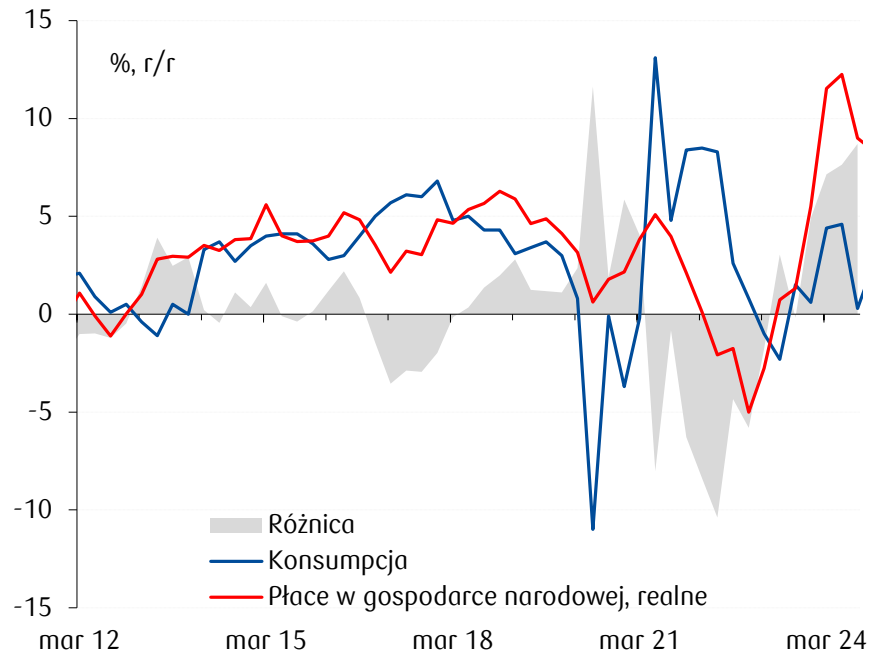


Bank Polski

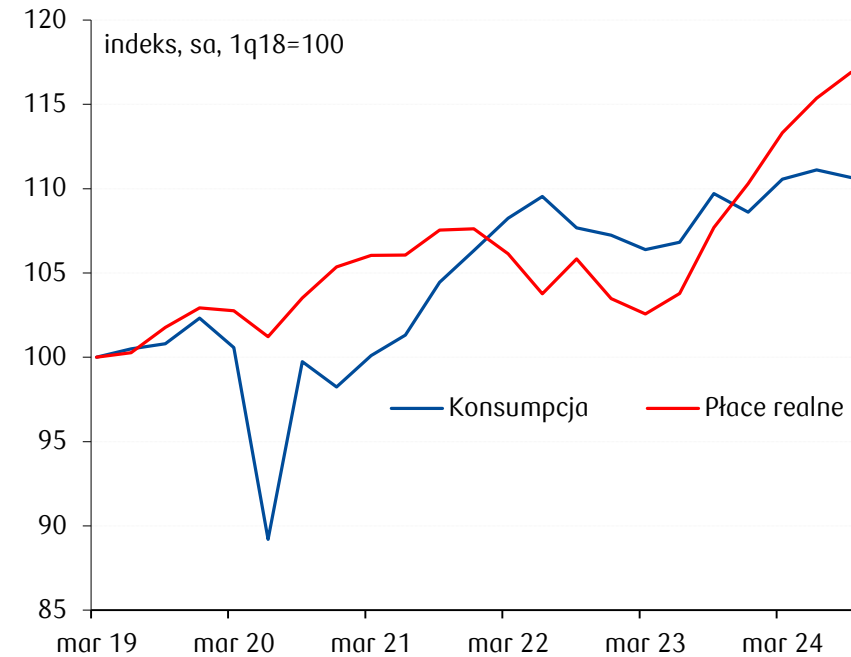
#1 Czy konsumenci stracili zamiłowanie do zakupów?

Zaskakująca słabość konsumpcji pod koniec 2024

Dynamika konsumpcji na tle realnych wynagrodzeń



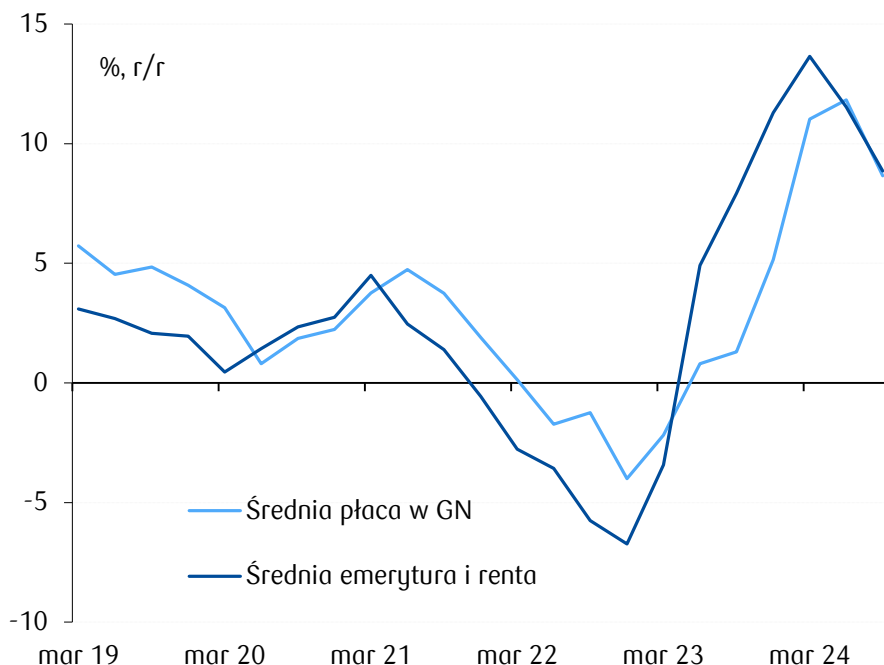
Poziom konsumpcji na tle realnych wynagrodzeń



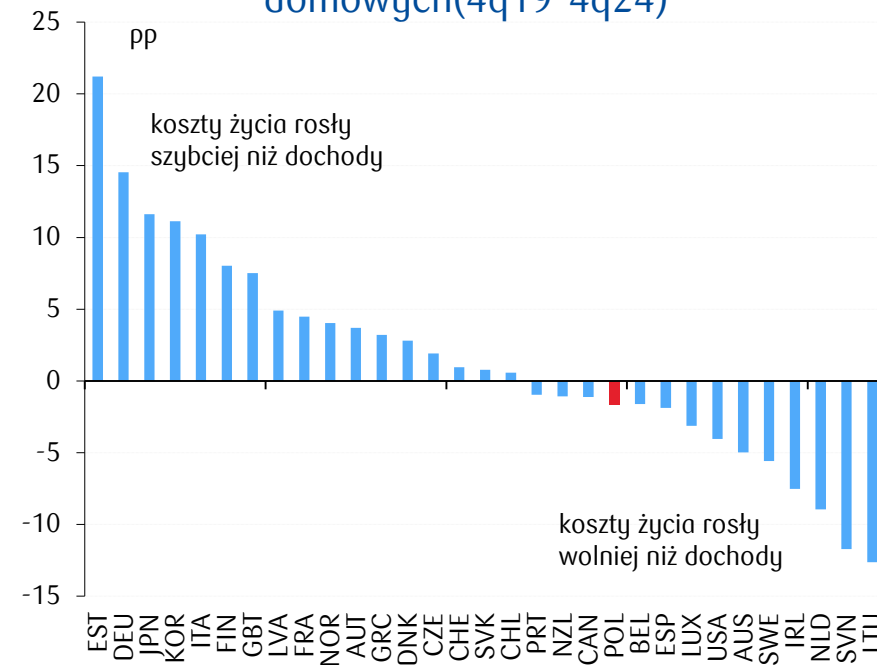
- W 3q24 wzrost konsumpcji wyhamował niemal do zera (0,3% r/r). Jednocześnie tempo wzrostu realnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej, chociaż słabsze niż w pierwszej połowie roku, utrzymało się na solidnym poziomie, zbliżonym do 9% r/r.
- W rezultacie różnica pomiędzy dynamiką konsumpcji i wynagrodzeń znalazła się na rekordowym poziomie, zbliżonym tylko do obserwowanego w szczycie pandemii w 2q20. Widzimy sporą szansę, że część konsumpcji nie została uwzględniona w pierwszym wyliczeniu GUS, a w kolejnych szacunkach dane zostaną zrewidowane w górę.
- Skumulowany od początku 2019 wzrost przeciętnego realnego wynagrodzenia znacząco przekracza przyrost konsumpcji w tym samym czasie.

Wzrost przeciętnych dochodów kompensował „szok kosztów życia”

Dynamika realnych płac i emerytur



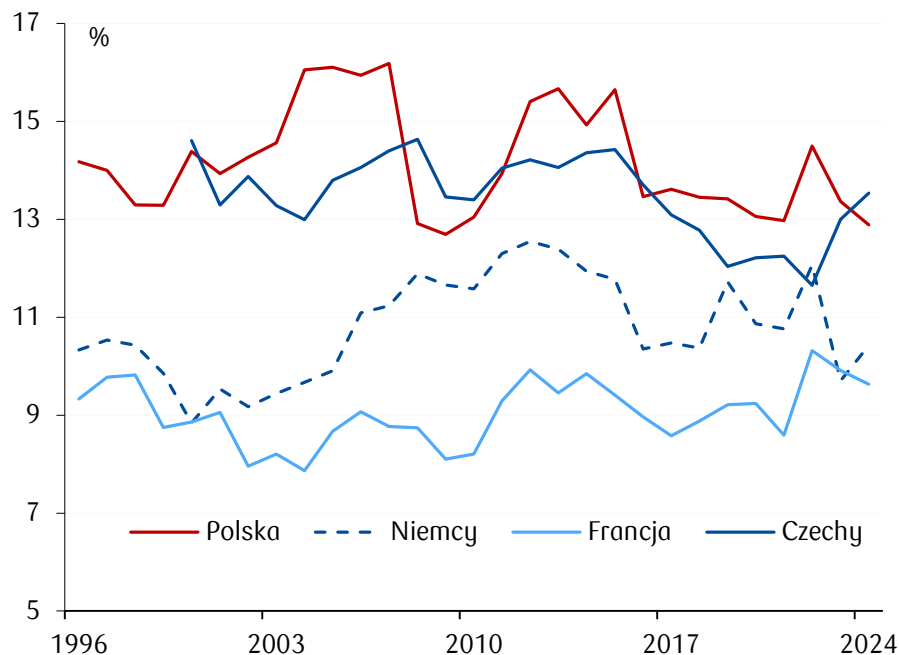
Różnica pomiędzy wzrostem cen żywności i energii a dynamiką dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych(4q19-4q24)



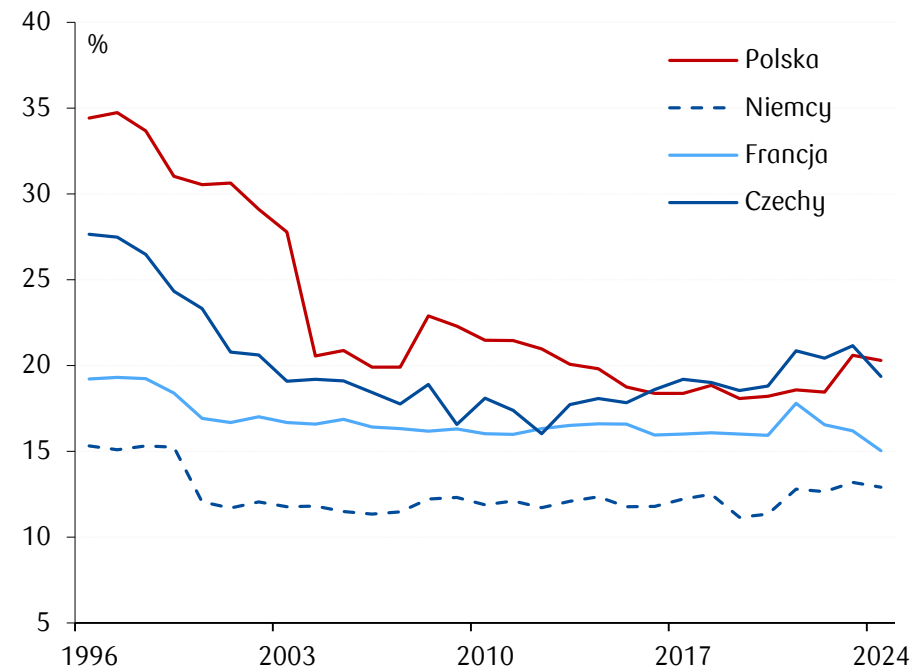
- Pojawiają się głosy że za słabością konsumpcji w 3q24 może stać szokowy wzrost cen żywności i energii, który uniemożliwia słabiej zarabiającym gospodarstwom domowym dokonywanie wydatków dyskrencyjnych. Liczona przez GUS inflacja dla różnych typów gospodarstw domowych nie różniła się ostatnio znacząco. W 3q24, przy inflacji ogółem na poziomie 4,5% r/r, wahała się ona od 3,6% r/r dla rolników do 5,0% r/r dla pracujących na własny rachunek. Inflacja dla gospodarstw pracowników wynosiła 4,4% r/r, a dla emerytów i rencistów 4,7% r/r. Uwzględnienie typowej dla danej grupy gospodarstw domowych inflacji pokazuje, że wzrost realnych rent i emerytur oraz płac był w 3q24 bardzo zbliżony.
- Opracowanie OECD pokazuje, że Polska jest w gronie państw, w których wzrost dochodu do dyspozycji w okresie 4q19-4q24 przewyższał wzrost cen żywności i energii, co oznacza że szok kosztów życia był kompensowany przez wyższe dochody.

Ekspozycja polskich konsumentów na szoki jest relatywnie wysoka

Udział energii w koszyku HICP



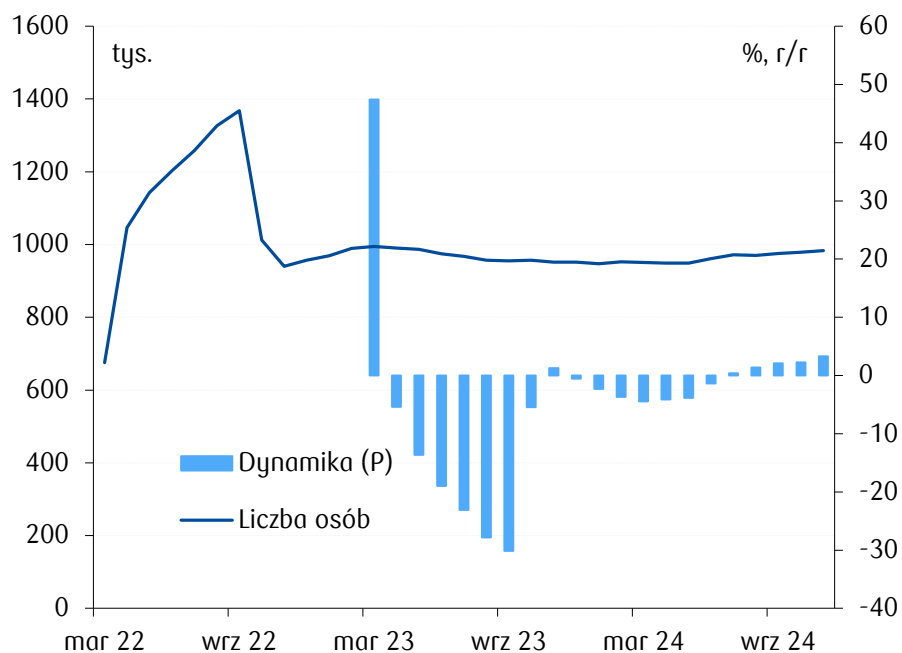
Udział żywności w koszyku HICP



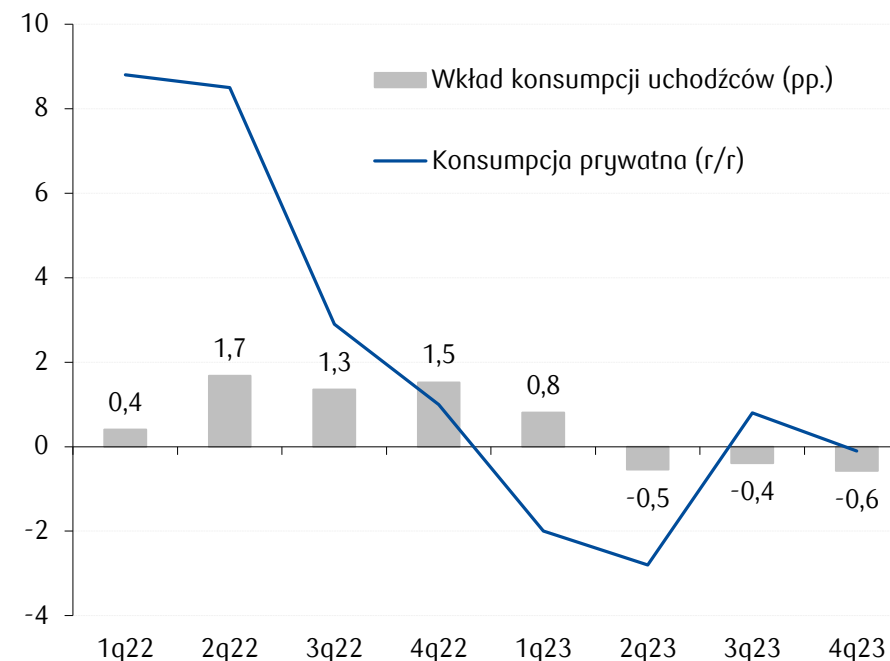
- Zarówno udział energii jak i żywności w wydatkach konsumentów w ujęciu HICP jest w Polsce wyraźnie wyższy niż w wysoko rozwiniętych państwach europejskich oraz zbliżony do obserwowanego w Czechach. To oznacza ich relatywnie większą wrażliwość na szoki cenowe na rynkach żywności i energii.
- Udział obu kategorii w wydatkach jest w średnioterminowym lekkim trendzie spadkowym. To co do zasady oznacza to, że społeczeństwo staje się coraz bardziej zamożne, a dochody rosną szybciej niż koszty żywności i energii.

Wpływ uchodźców na dynamikę konsumpcji był w 2024 niewielki

Liczba uchodźców z Ukrainy objętych ochroną międzynarodową w Polsce



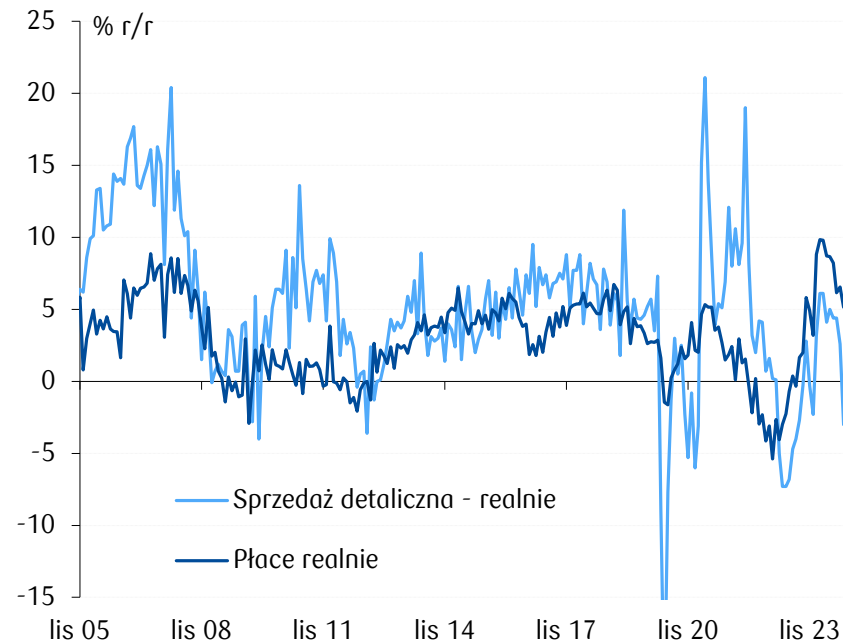
Szacowany wpływ uchodźców na konsumpcję w latach 2022-2023



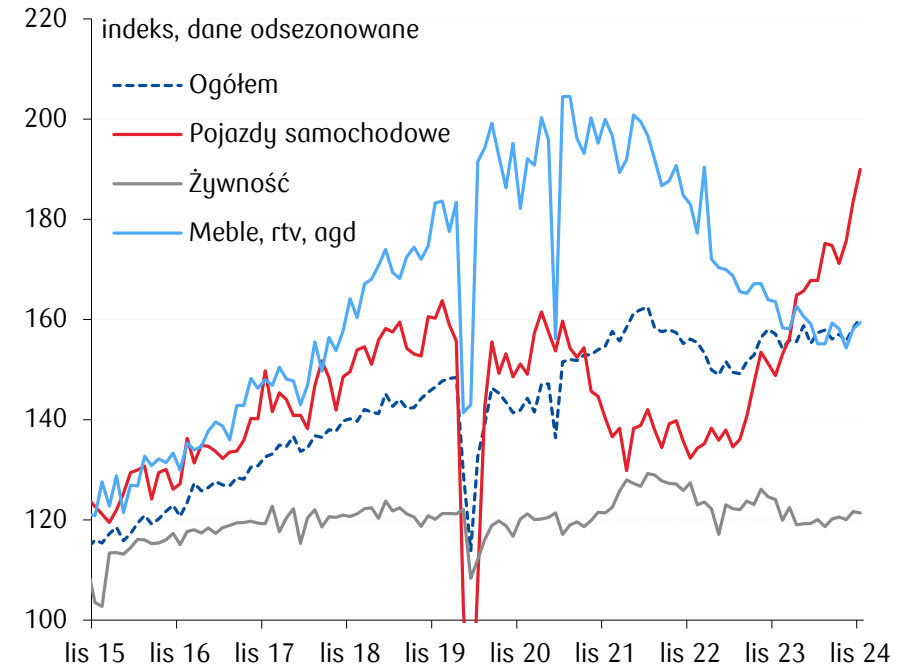
- Wpływ uchodźców z Ukrainy na konsumpcję w 2024 był najpewniej niewielki. Z naszych [szacunków](#) dokonanych na podstawie danych ukraińskiego banku centralnego i danych transakcyjnych klientów PKO wynika, że w szczycie dla okresu 2022-2023 wydatki Ukraińców podbijały konsumpcję o 1,7pp, a ich ujemny wpływ pod koniec 2023 oscylował w okolicy 0,5pp.
- Nie mamy niestety danych umożliwiającą analogiczną analizę za 2024 (Bank Ukrainy nie publikuje już danych o płatnościach ukraińskimi kartami za granicą), jednak liczba uchodźców w Polsce w minionym roku się ustabilizowała, a w ostatnich miesiącach 2024 nawet nieznacznie rośnie, co wskazywałoby na ich lekko dodatni wpływ na konsumpcję pod koniec roku.

Sprzedaż detaliczna pod presją

Sprzedaż detaliczna na tle płac w sektorze przedsiębiorstw



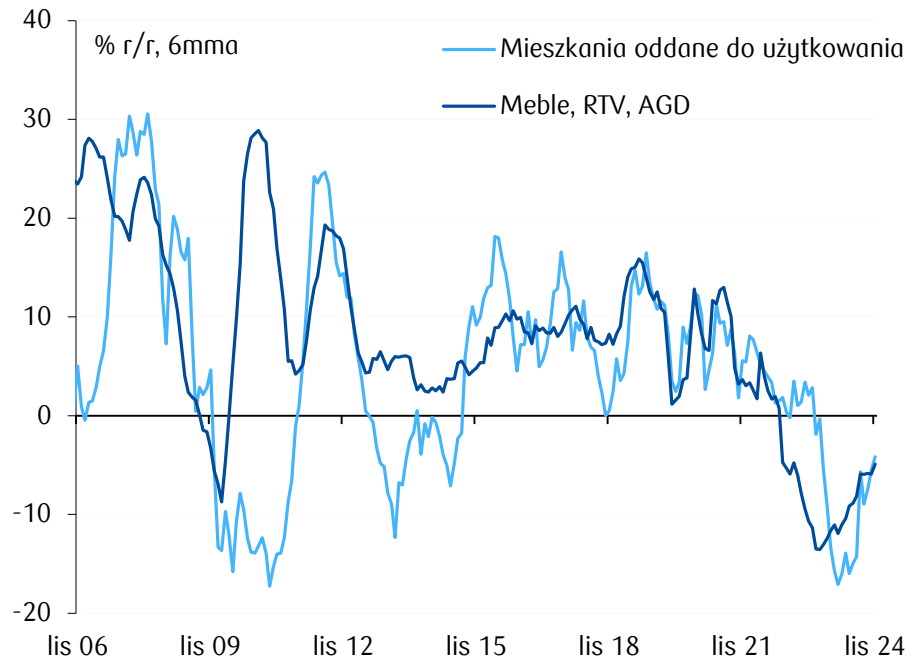
Poziom sprzedaży detalicznej w wybranych kategoriach



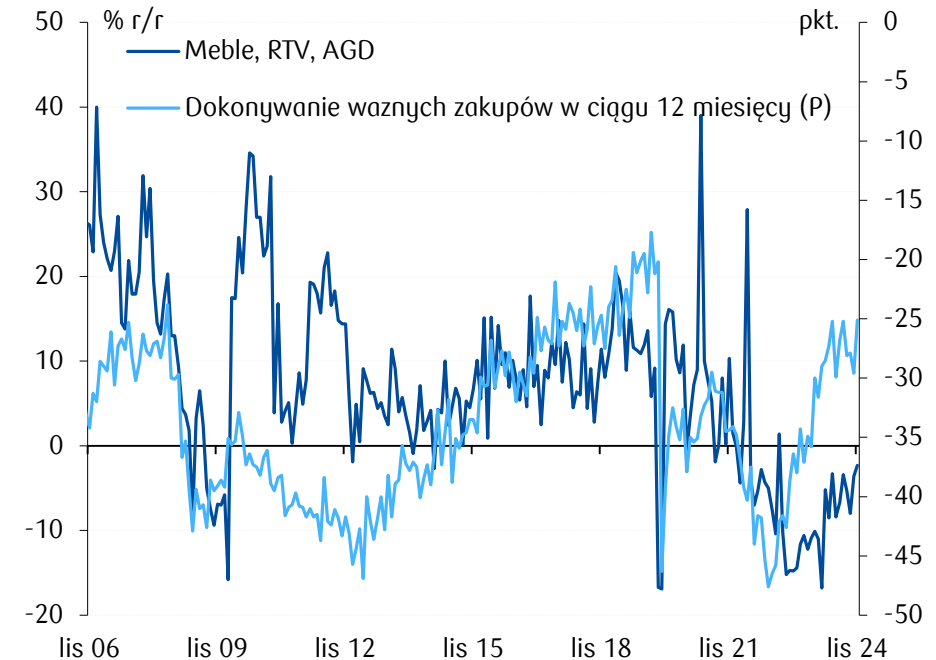
- Pod koniec 3q24 dynamika sprzedaży detalicznej zaskoczyła negatywnie (szokujący spadek sprzedaży we wrześniu). Koniec roku pokazał poprawę, jednak nadal dynamika sprzedaży kształtuje się poniżej wzrostu realnych wynagrodzeń.
- W strukturze sprzedaży widzimy, że ogólnej stagnacji towarzyszy silny wzrost sprzedaży samochodów (efekt odreagowania po wcześniejszych niedoborach i wprowadzenia nowych norm emisji) oraz silny spadek wydatków na domowe dobra trwałego użytku (efekt schłodzenia rynku nieruchomości na skutek wysokich stóp procentowych).

Brak potrzeby czy brak ochoty na zakupy dóbr trwałych?

Sprzedaż dóbr trwałych na tle liczby mieszkań oddanych do użytkowania



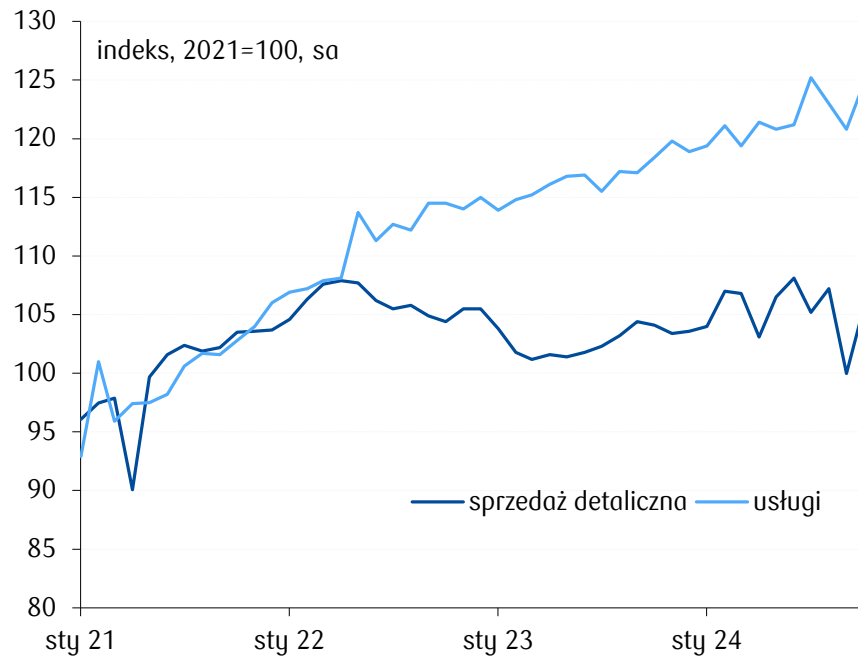
Sprzedaż dóbr trwałych na tle koniunktury konsumenckiej



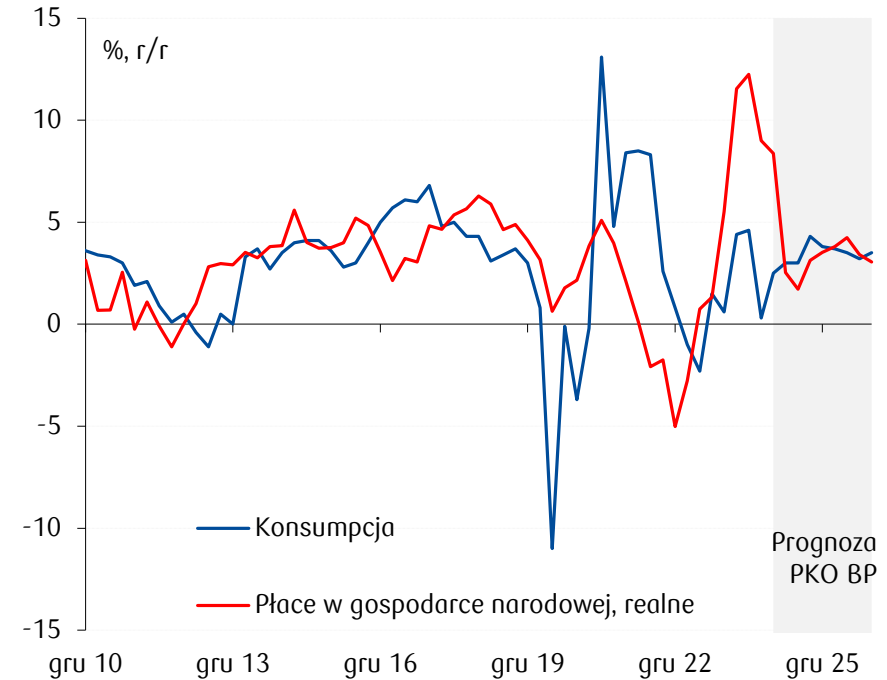
- Wydatki na meble, RTV i AGD są skorelowane ze wskazaniami koniunktury konsumenckiej. Kluczowe znaczenie dla wzrostu sprzedaży w tej branży ma jednak rynek nieruchomości i popyt generowany przez budowę nowych mieszkań. Oczekiwany w drugiej połowie 2025 wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania przełoży się na ożywienie sprzedaży dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku.

Pogłoski o śmierci konsumenta są przesadzone

Usługi trzymają się mocno



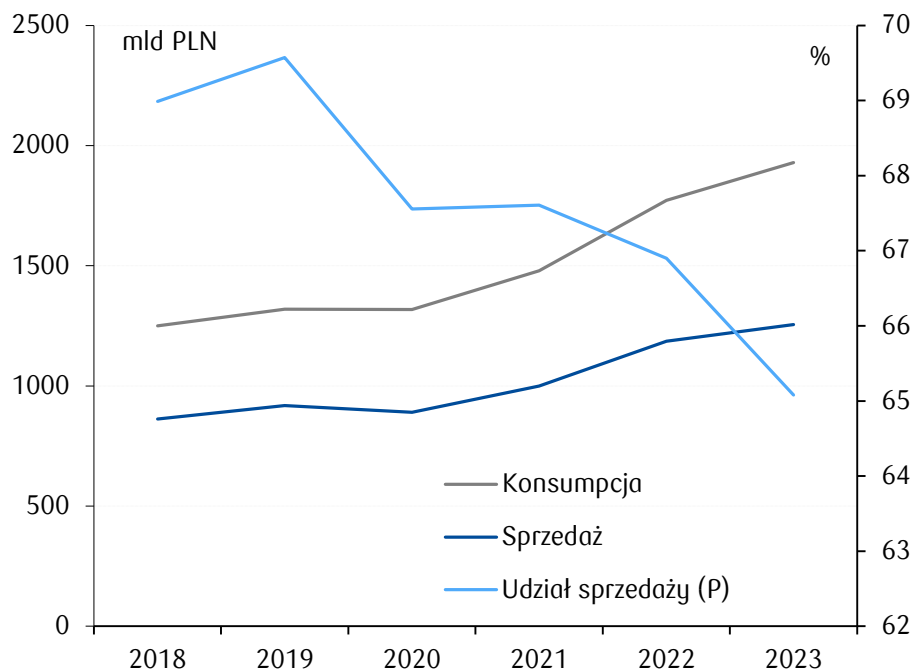
W 2025 konsumpcja powróci do wzrostów wynikających z solidnych fundamentów



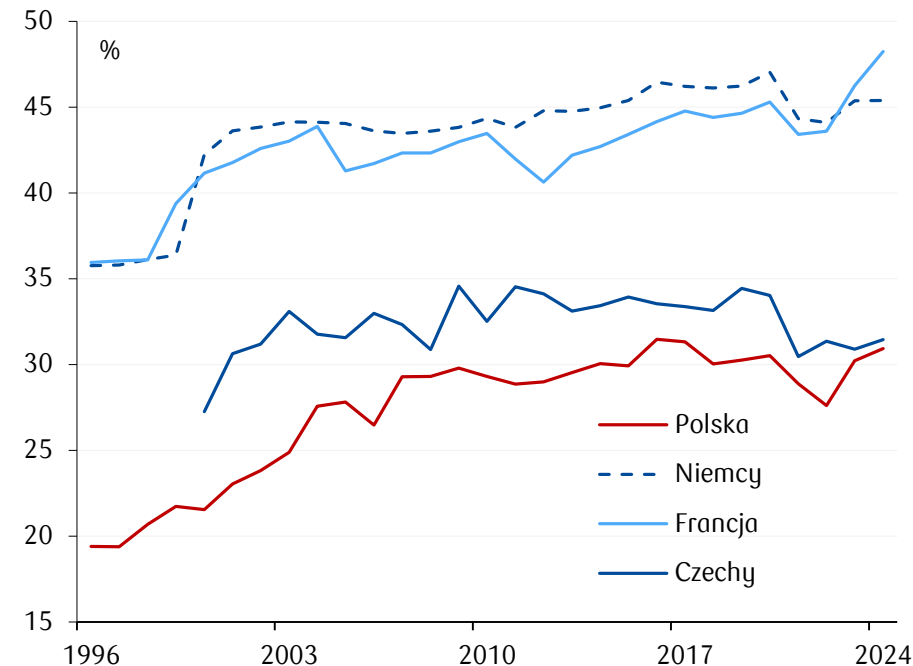
- W publikowanych przez Eurostat danych o usługach nie widać słabości widocznej w danych o sprzedaży. Zakładamy, że stagnacja konsumpcji w 3q24 była faktem statystycznym, który mógł wynikać z niedokładności pomiaru (kwestia zawyżonego deflatora lub niepełnego uwzględnienia konsumpcji usług) i nie zwiastuje dalszego załamania wydatków.
- Naszym zdaniem w 2025 wzrost konsumpcji powróci do poziomu wyznaczonego przez solidne fundamenty – wzrost nominalnych dochodów oraz spadającą inflację. Szacujemy, że w 2024 konsumpcja zwiększyła się realnie o 2,9%, a w 2025 jej wzrost przyspieszy do 3,5%.

Polacy coraz chętniej konsumują usługi

Relacja sprzedaży detalicznej do konsumpcji



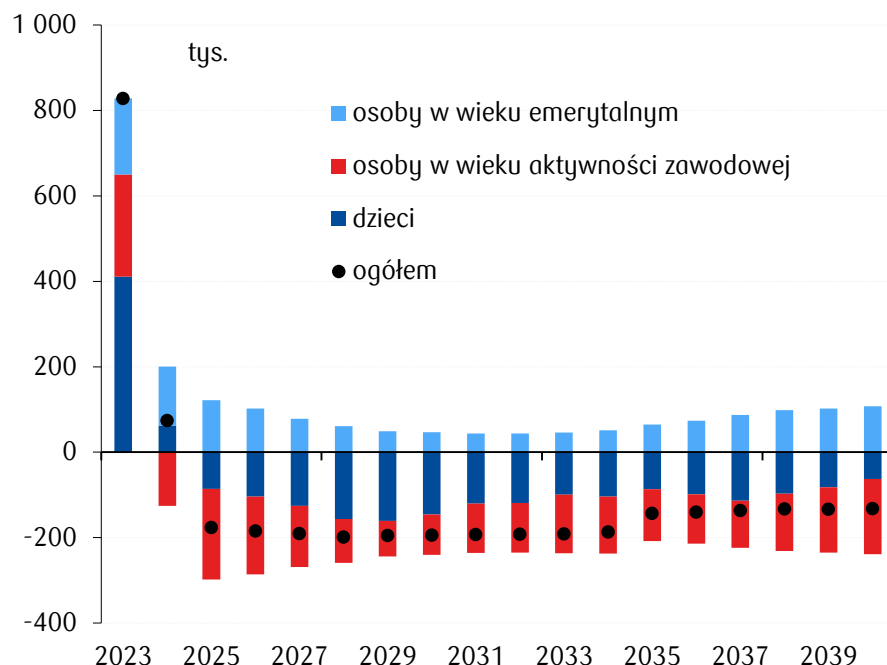
Udział wydatków na usługi w koszyku HICP



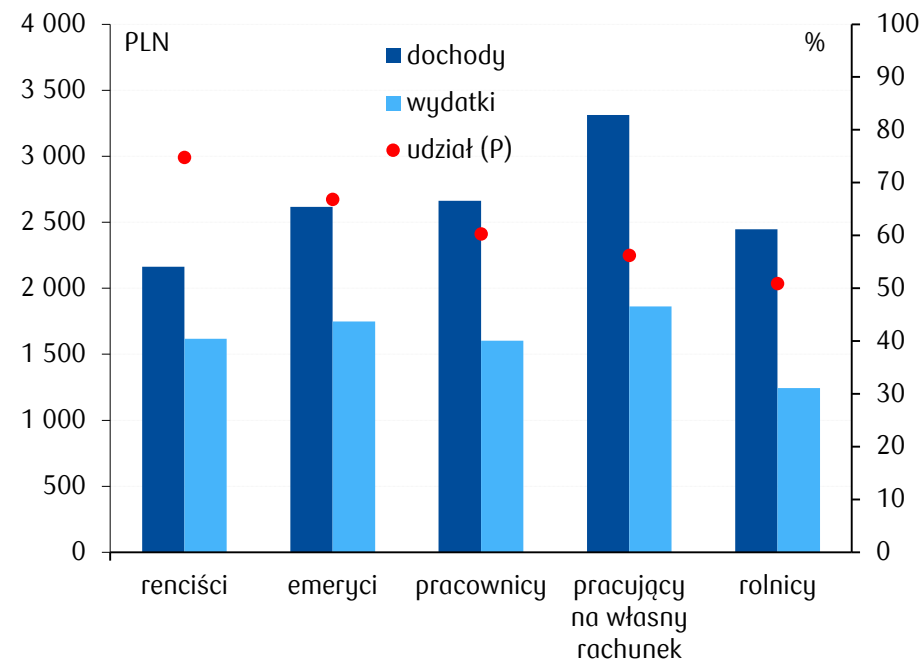
- W Polsce obserwujemy średnioterminowy trend wzrostowy udziału wydatków konsumentów na usługi – w ostatnich latach konsumpcja rosła szybciej niż sprzedaż detaliczna.
- W koszyku HICP udział wydatków na usługi w 2024 wynosił 31% wobec mniej niż 20% w 1996. Jest to jednak nadal zdecydowanie mniej niż 45% w Niemczech oraz prawie 50% we Francji. W miarę wzrostu zamożności społeczeństwa, coraz większa część wydatków jest przeznaczana na usługi konsumenckie. Oczekujemy więc stopniowej konwergencji Polski do zachodnioeuropejskich wzorców i dalszego zwiększania udziału usług w konsumpcji.

Mniejsza liczba i zmieniona struktura konsumentów

Zmiana liczebności populacji wg projekcji Eurostat



Dochody i wydatki poszczególnych typów gospodarstw domowych



- Z projekcji Eurostat wynika, że w najbliższych latach liczba konsumentów w Polsce będzie systematycznie spadać. Zmieni się też ich struktura – spadkowi liczby dzieci i osób w wieku aktywności zawodowej będzie towarzyszyć systematyczny wzrost liczby osób w wieku emerytalnym.
- Z jednej strony przeciętna emerytura jest o połowę niższa od przeciętnego wynagrodzenia, moment przejścia na emeryturę może przyczynić się do spadku konsumpcji. Z drugiej strony, efekt ten jest częściowo równoważony przez wyższą skłonność do wydatkowania pieniędzy. Z badania budżetów gospodarstw domowych wynika, że w 2023 emeryci wydawali 66% swoich dochodów, a ich wydatki na osobę w gospodarstwie domowym były nieznacznie wyższe niż wydatki w gospodarstwie domowym pracowników. Analizując te dane warto jednak pamiętać, że nie do końca pokrywają one wydatki osób najlepiej zarabiających, ze względu na większe prawdopodobieństwo odmowy udziału w badaniu.

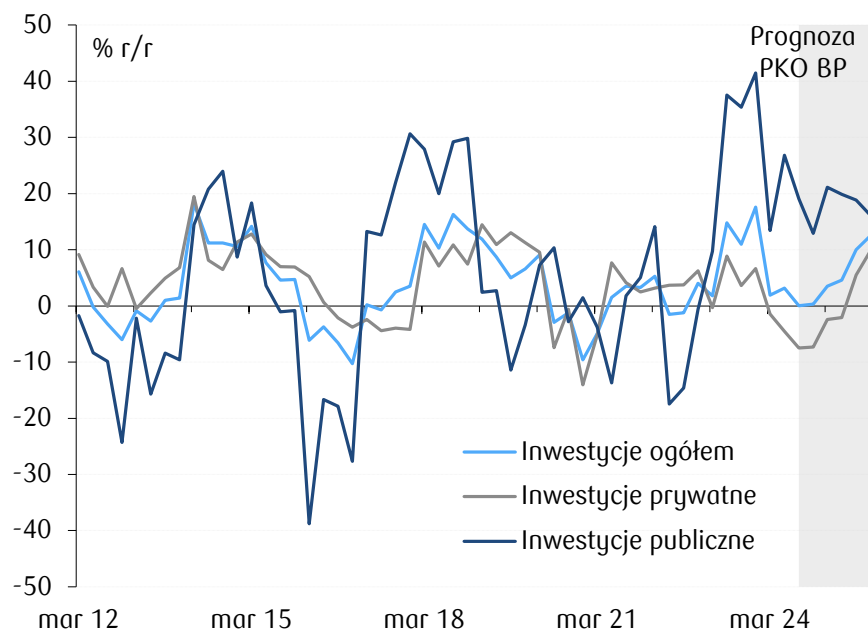


Bank Polski

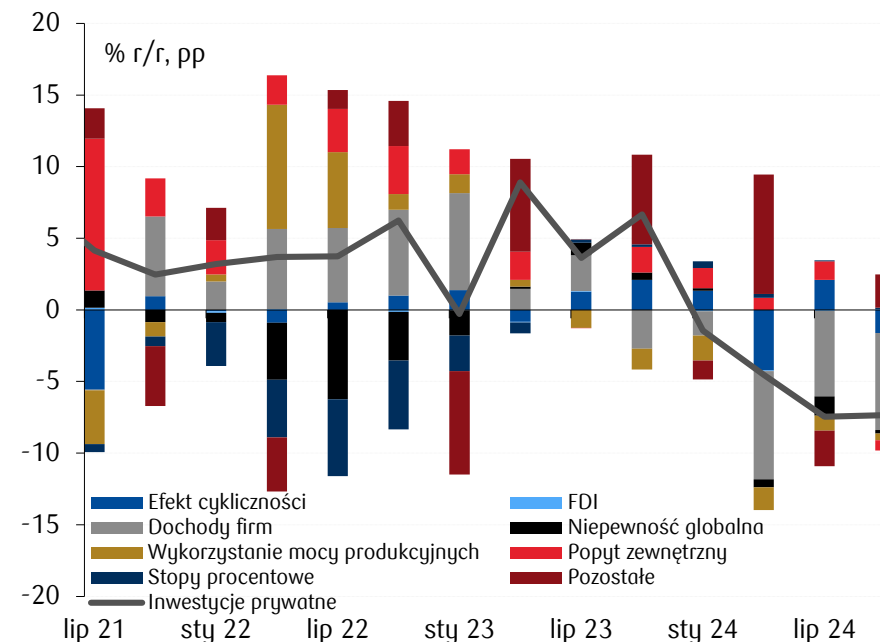
#2 Spiętrzenie istotnych wyzwań inwestycyjnych ze wsparciem UE

2024 był trudnym okresem dla inwestycji

Popyt inwestycyjny



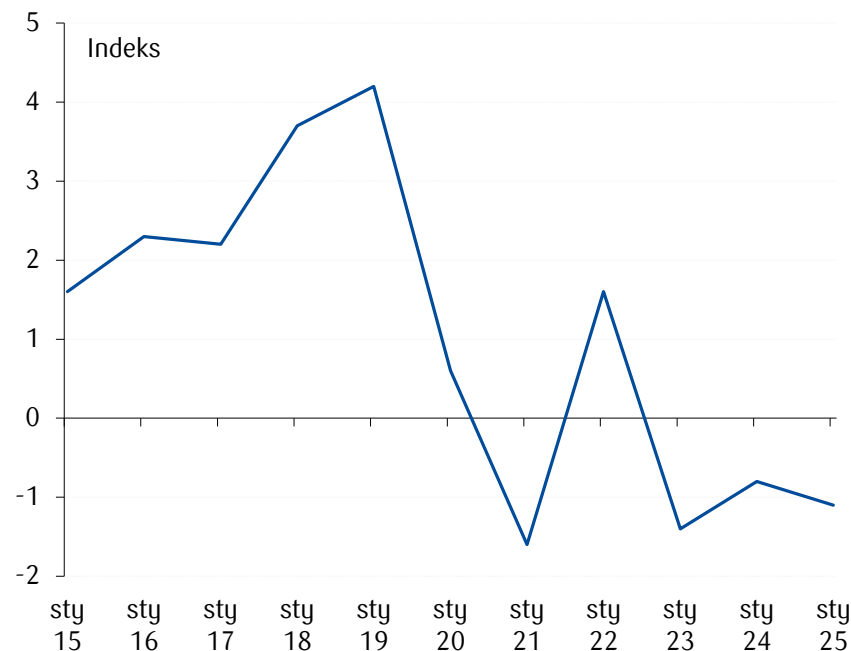
Dekompozycja dynamiki inwestycji prywatnych



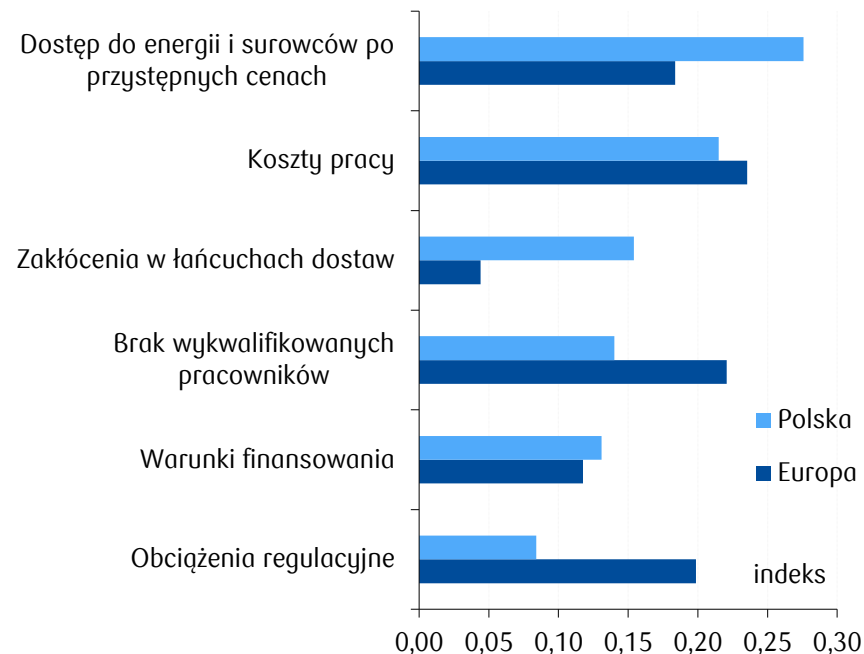
- Według naszych szacunków inwestycje ogółem w 2024 wzrosły o około 1% r/r. Struktura tego wzrostu sygnalizuje jednak poważne wyzwania – istotną część przyrostu (17% r/r w ujęciu realnym) stanowią wydatki publiczne, których znaczna część to zakup sprzętu militarnego.
- Inwestycje prywatne spadły o 5,6% r/r, głównie w wyniku pogorszenia się wyników finansowych firm, co było ściśle związane z niskim popytem i obniżającą się inflacją. Dodatkowo, negatywnie na inwestycje prywatne oddziaływały czynniki cykliczne, takie jak przestój w wykorzystaniu funduszy UE, wysokie stopy procentowe oraz rosnąca niepewność na rynkach światowych, zwłaszcza w kontekście sytuacji gospodarczej Niemiec.
- W naszej ocenie sytuacja zacznie się poprawiać w 2025, kiedy prognozujemy wzrost inwestycji ogółem na poziomie 8,7% r/r. Oczekuje się, że wyraźne ożywienie inwestycji prywatnych nastąpi w 2h25, kiedy koniunktura ustabilizuje się na dobre, a przedsiębiorcy uzyskają dostęp do środków unijnych.

2025 będzie punktem zwrotnym

Wskaźnik oczekiwań inwestycyjnych w Europie



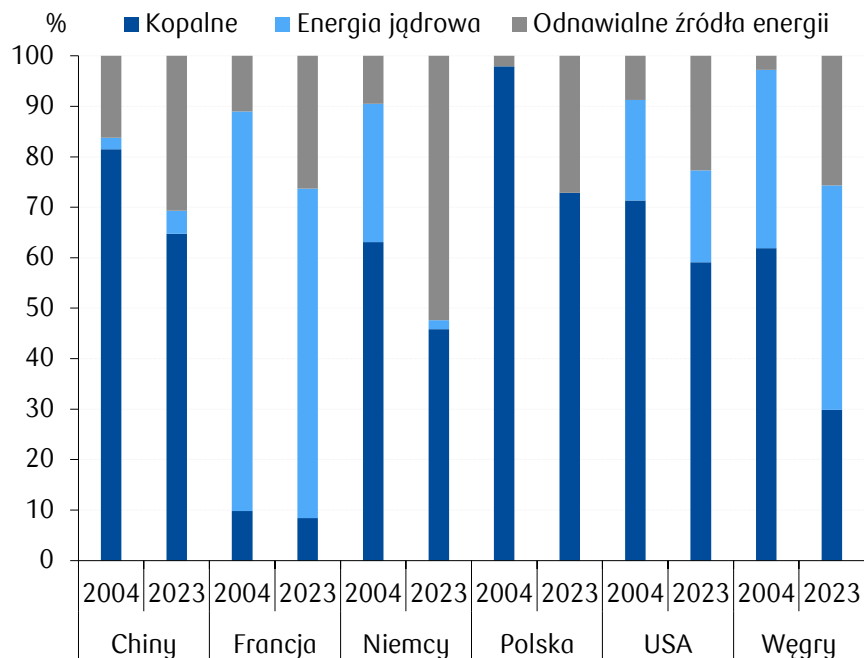
Wyzwania wskazywane przez firmy



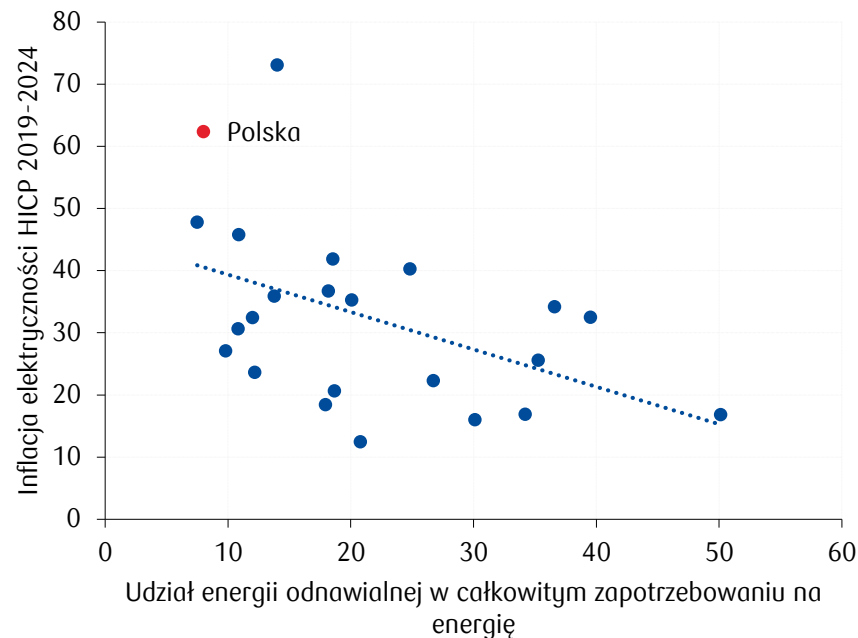
- Mimo że w ostatnim czasie coraz częściej podkreśla się konieczność realizacji w Europie nowych inwestycji (m.in. w raporcie M.Draghiego), utrzymujące się niekorzystne warunki ekonomiczne sprawiają, że firmy stają się w tej materii coraz bardziej ostrożne. Przedsiębiorstw deklarują, że w 2025 ich gotowość do inwestowania będzie niższa niż w 2024 (wg badania Eurochambres Economic Survey 2025).
- Głównym wyzwaniem, na które wskazują polscy przedsiębiorcy, jest dostępność surowców (głównie importowanych) w przystępnych cenach. Problematiczne stają się również szybko rosnące koszty pracy, wynikające z malejących zasobów podaży pracy w kraju, choć problem braku wykwalifikowanych pracowników istotnie silniejszy jest w pozostałej części Europy. Krajowi przedsiębiorcy zwracają uwagę na utrzymujące się zakłócenia w łańcuchach dostaw, co zapewne wynika z problemów niemieckiej gospodarki. Na tle innych wyzwań warunki finansowania mają znaczenie drugorzędne.

Konieczny wysiłek inwestycyjny

Źródła energii elektrycznej



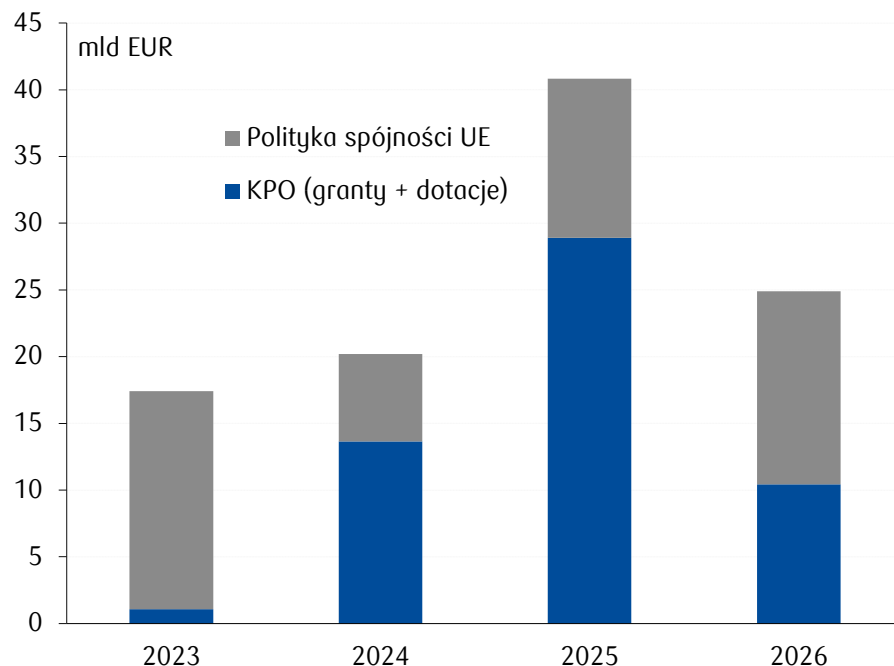
Relacja udziału energii odnawialnej do wzrostu cen elektryczności



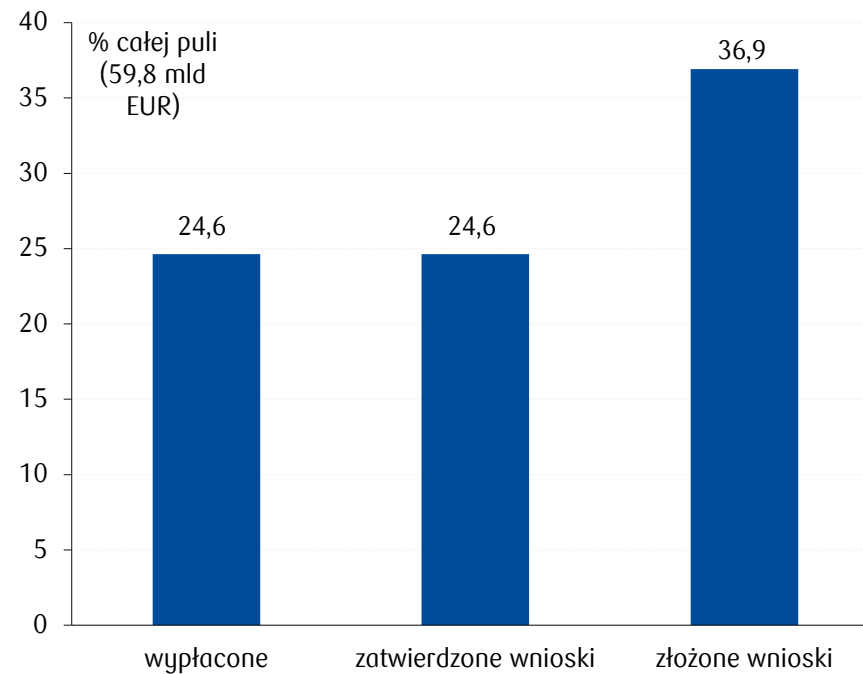
- Choć w ciągu ostatnich dwóch dekad Polska zdołała ograniczyć wykorzystanie źródeł kopalnych i nieznacznie zwiększyć udział odnawialnych źródeł energii, wciąż pozostajemy w tyle za wieloma europejskimi sąsiadami pod względem tempa transformacji energetycznej. Kluczowe wydaje się dalsze intensyfikowanie działań na rzecz rozwoju odnawialnych źródeł energii oraz potencjalne większe otwarcie na energetykę jądrową, aby przyspieszyć zieloną transformację i dogonić czołówkę UE.
- Wysoki udział paliw kopalnych sprawia, że ceny energii w Polsce są wyższe niż w wielu innych państwach Europy. Wynika to zarówno z większego obciążenia podatkowego dla tradycyjnych źródeł energii, jak i silniejszej podatności na wahania globalnych cen surowców. W efekcie, przez wyższe ceny energii, Polska gospodarka traci na konkurencyjności.

W transformacji pomogą środki z UE

Szacowane wypłaty z KPO i polityki spójności UE



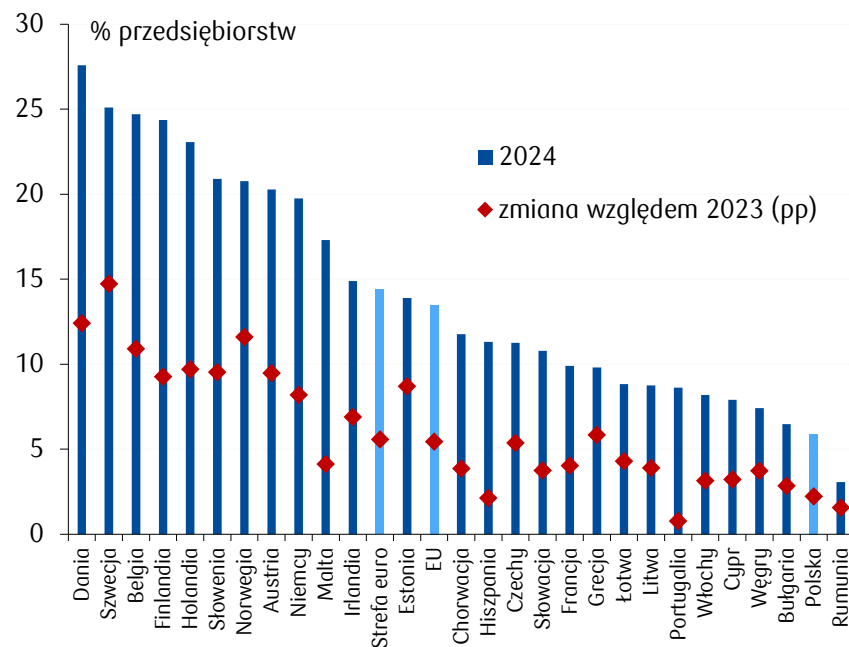
Stopień wykorzystania środków z KPO (stan na koniec 2024)



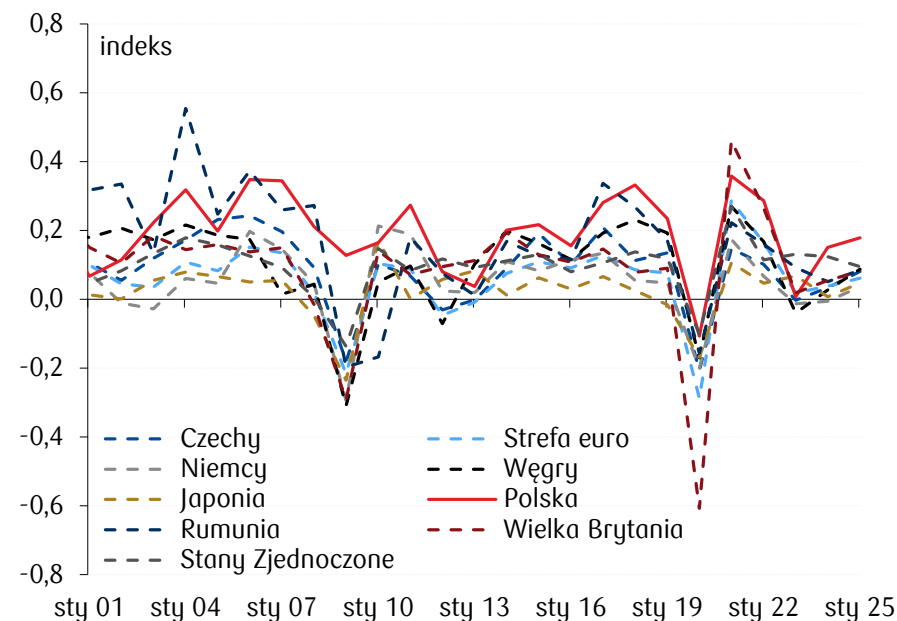
- W 2025 napływy środków z UE (w ramach polityki spójności i KPO) mogą sięgnąć nawet 40 mld EUR, dwukrotnie więcej niż w 2024. Do pozyskania pozostało jeszcze ok. 75% środków z KPO, z czego większość (ponad 25 mld EUR) powinna zostać wykorzystana w 2025. Przedstawione na wykresach kwoty to maksymalne pule do dyspozycji Polski, a rząd zastrzega, że w związku z opóźnieniami wykorzystanie całości może być trudne. Tempo składania wniosków w ostatnich miesiącach jednak przyspieszyło, a rząd planuje renegocjacje z UE w celu zwiększenia szans na wykorzystanie jak największej kwoty. W 2026 przyspieszy również realizacja projektów realizowanych w ramach regularnych środków z polityki spójności UE, w ramach której w latach 2021-27 Polska ma uzyskać 76 mld EUR.

Inwestycje w efektywność

Przedsiębiorstwa wykorzystujące sztuczną inteligencję



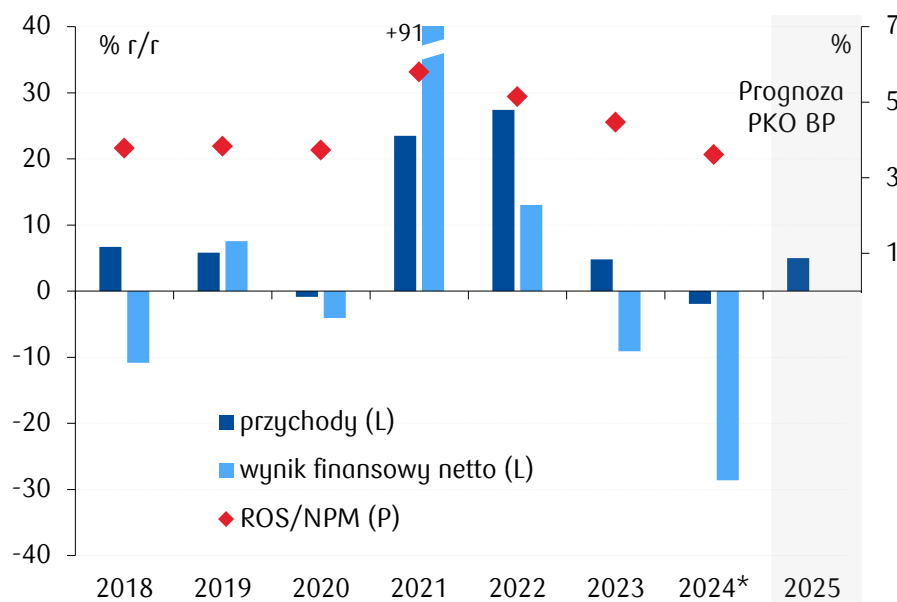
Krańcowa efektywność kapitału



- Sztuczna inteligencja rozwija się w tempie wykładniczym, obejmując coraz szersze obszary życia i pracy. Polska wyraźnie spóźnia się we wdrażaniu sztucznej inteligencji. Plasujemy się pod tym względem niemal na końcu stawki w UE, wyprzedzając jedynie Rumunię. Tymczasem inne kraje wspólnoty nie tylko zdobywają przewagę technologiczną, lecz również obniżają koszty produkcji dzięki szerszemu zastosowaniu AI. W efekcie wyższe koszty produkcji w Polsce prowadzą do wzrostu cen finalnych produktów, co negatywnie wpływa na konkurencyjność krajowej gospodarki na rynkach międzynarodowych, dokładając się do wyzwań kosztowo – konkurencyjnych z rynku pracy i źródeł energii.
- Według prognoz KE w 2025 Polska utrzyma najwyższy poziom krańcowej efektywności kapitału wśród rozwiniętych gospodarek Zachodu, podobnie jak w 2024. Oznacza to, że każda dodatkowo zainwestowana jednostka kapitału przekłada się na większy realny wzrost PKB niż w innych państwach regionu. Tak wysoka opłacalność inwestycji stanowi zachętę dla przedsiębiorców i inwestorów do lokowania środków w polskiej gospodarce, co w dalszej perspektywie może przekładać się na wyższy poziom produkcji, innowacji i rozwoju całego kraju.

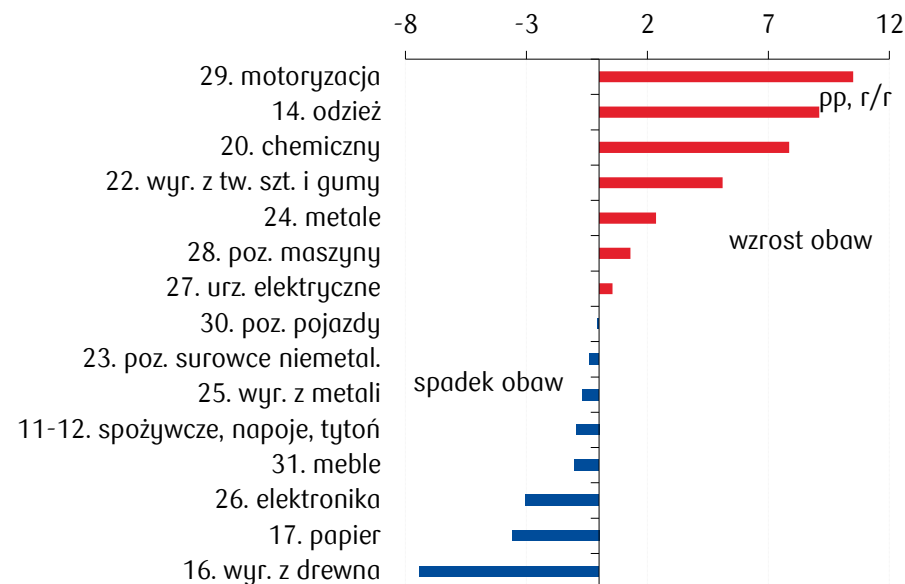
Przychody firm w 2024 spadły, ale w 2025 nieznacznie wzrosną

Przychody, wynik finansowy i rentowność netto przedsiębiorstw niefinansowych



* dane za 1-3q24 (z. wyj. przychodów, dla których przedstawiono szacunek za cały 2024)

Wiele branż przemysłowych wchodzi w 2025 z większymi obawami o popyt niż przed rokiem*

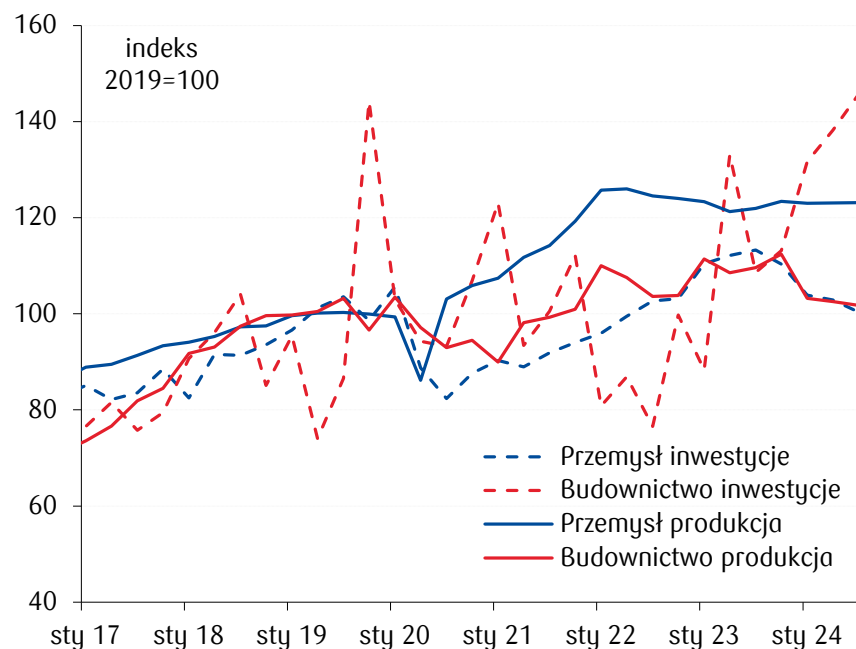


*różnica wskazań na istnienie bariery niedostatecznego popytu (średnia dla rynku krajowego i eksportu) w grudniu 2024 i w grudniu 2023

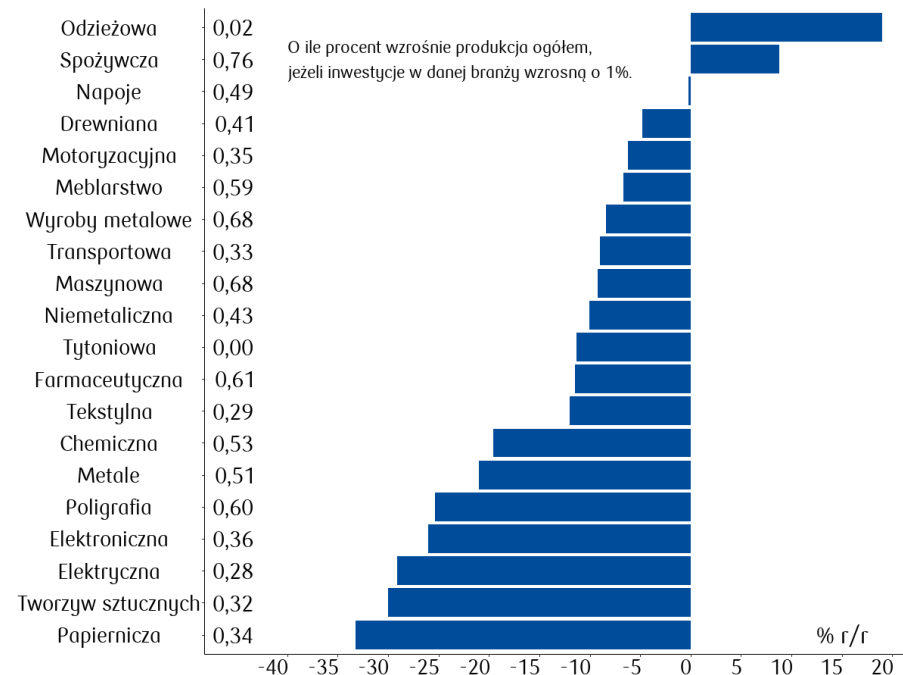
- W 2024, wraz ze spadkiem przychodów firm, pogorszyły się wskaźniki rentowności. Najtrudniejsza była sytuacja w branżach przemysłowych. Wiele z nich notowało spadki przychodów w relacji rocznej, a rentowność utrzymywała się poniżej historycznych średnich. Odsetek firm raportujących stratę netto był wyższy niż w poprzednich latach. W branżach usługowych sytuacja była lepsza, choć wzrastającym przychodom nierzadko towarzyszyły nieco niższe marże.
- Spodziewana poprawa koniunktury w 2025 powinna się pozytywnie przełożyć na wyniki sektora przedsiębiorstw. Firmy nadal jednak wyrażają poważne obawy o niedostateczny popyt, szczególnie ze strony gospodarek strefy euro, która nie wykazuje oznak ożywienia. Jeśli jednak nie zrealizują się najbardziej negatywne scenariusze gospodarcze związane z sytuacją geopolityczną, istnieje szansa na kilkuprocentowy wzrost przychodów firm.

Przemysł i budownictwo zwiększą produkcję

Relacja inwestycji do produkcji w przetwórstwie i budownictwie



Inwestycje wg branż przetwórstwa w 1-3q24*

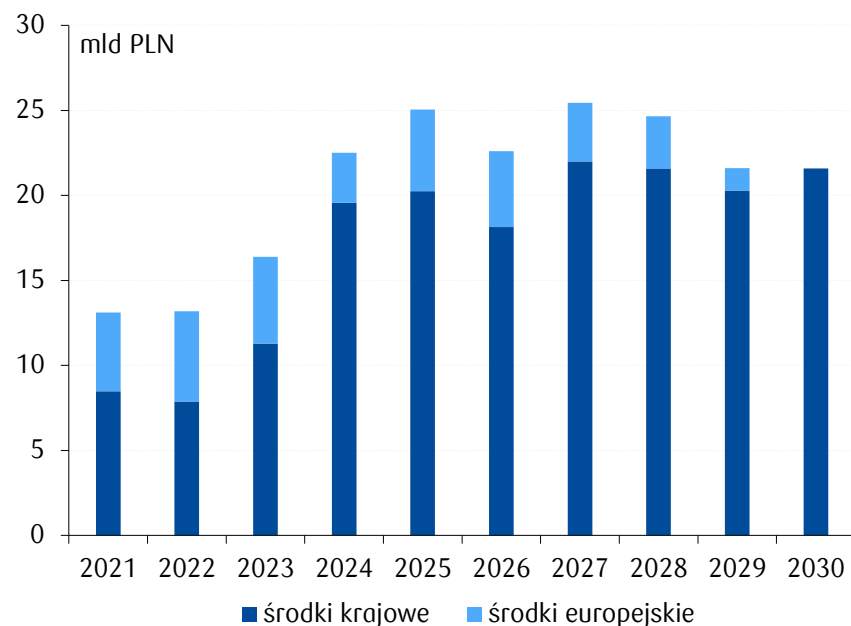


* Dotyczy firm zatrudniających powyżej 49 pracowników.

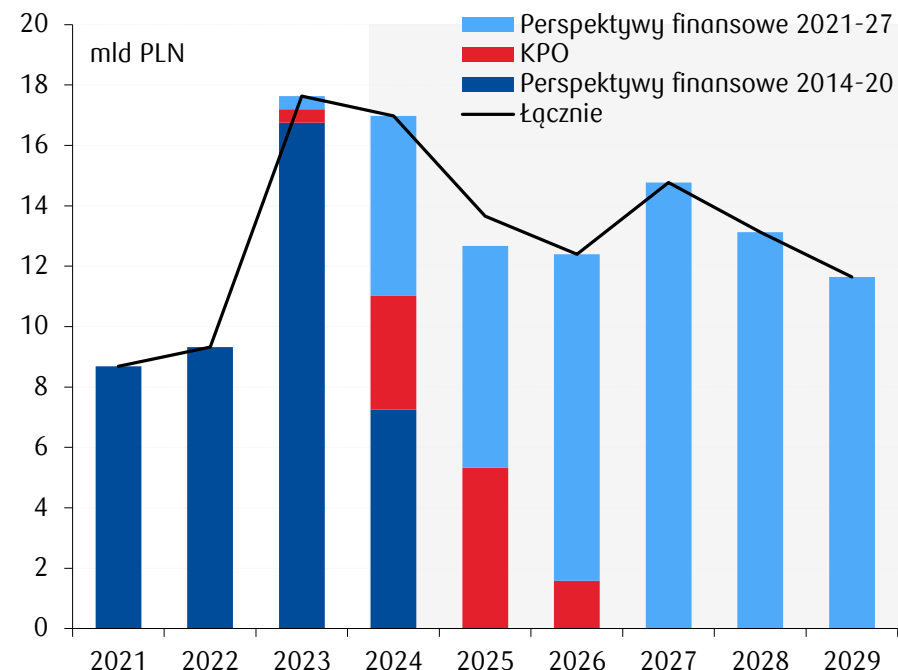
- W 2024 sektor budowlany rozczarował spadkiem produkcji o 8,3% r/r, jednak rosnące inwestycje w tej branży napawają optymizmem na 2025 – nie tylko w obszarze samego budownictwa, ale i w innych działach gospodarki. Tymczasem przemysł, który w latach 2021–2022 zanotował wyraźny boom, obecnie znalazł się w stagnacji. Na przemysł w głównej mierze oddziałuje ograniczony popyt zewnętrzny oraz utrzymująca się globalna niepewność handlowa, co w rezultacie przekłada się na pogorszenie perspektyw rozwojowych i prowadzi do spadku inwestycji.
- Nadzieję na ożywienie przetwórstwa w 2025 roku budzi branża spożywcza – jako jedyna duża gałąź przemysłu zdołała zwiększyć nakłady inwestycyjne w 2024. Z kolei w takich sektorach jak motoryzacja, wyroby metalowe czy sektor maszynowy, inwestycje nieco spadły, co jest konsekwencją słabnącego popytu zewnętrznego. Nie był to jednak silny regres, co sugeruje wciąż istniejący potencjał wzrostu. Natomiast branże elektroniczna, tworzyw sztucznych czy transportowa skupiły się na zwiększaniu bieżącej produkcji, co przełożyło się na niższy poziom nowych inwestycji.

Nowe inwestycje drogowe i kolejowe – motor wzrostu w 2025

Rządowy program budowy dróg



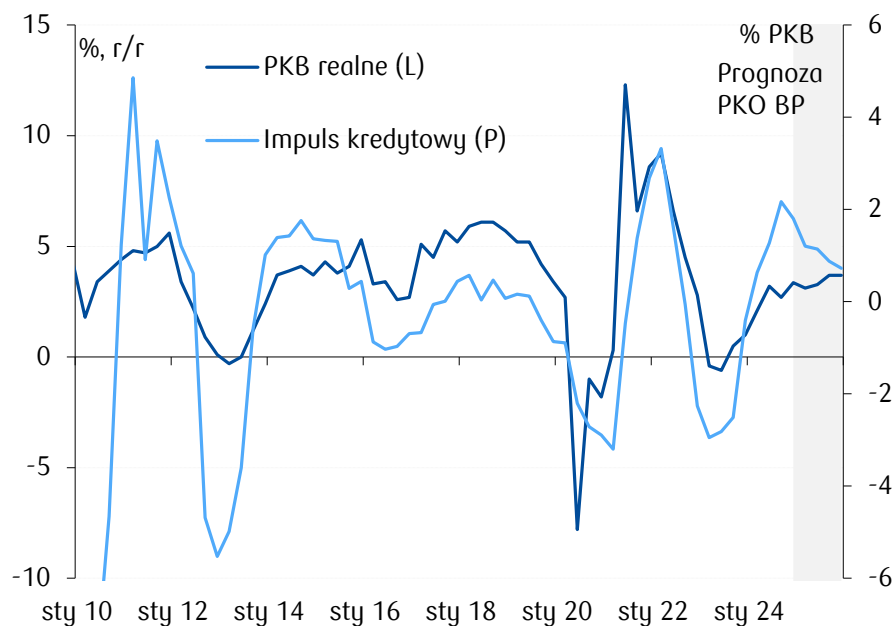
Krajowy program kolejowy



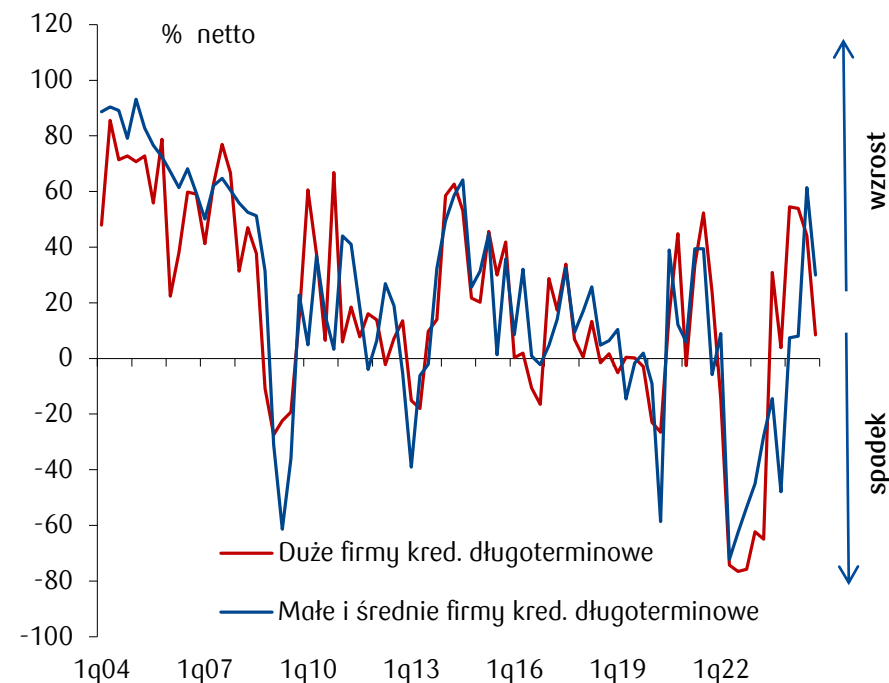
- Plany rządowe wskazują, że wydatki na infrastrukturę publiczną w 2025 utrzymają się na relatywnie wysokim poziomie, z wyraźnym udziałem środków krajowych, ale także przy wsparciu funduszy unijnych. To zapowiada dalsze ożywienie w sektorze budownictwa, a pośrednio również w innych branżach – chociażby produkcji materiałów czy usług transportowych. W perspektywie 2025 taki stan rzeczy może być kluczowy dla wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w sytuacji słabiej rosnących inwestycji prywatnych.
- Struktura finansowania inwestycji drogowych i kolejowych obejmuje zarówno bieżącą perspektywę unijną (2021–2027), jak i fundusze krajowe oraz te wydodrębnione w ramach Krajowego Planu Odbudowy. Połączenie tych źródeł ma szansę zapewnić ciągłość projektów, co wpłynie na poprawę jakości infrastruktury transportowej oraz zwiększenie mobilności. W efekcie, rządowe programy mogą stanowić istotny impuls rozwojowy, stymulując koniunkturę i tworząc solidne podstawy do dalszego wzrostu w kolejnych latach.

Impuls kredytowy napędza wzrost PKB

Impuls kredytowy a PKB



Przewidywany popyt na kredyt wg banków



- Największe i najszybsze zacieśnienie polityki pieniężnej po okresie transformacji wywołało w 2022 silny negatywny impuls kredytowy. Perspektywa rozpoczęcia łagodzenia polityki monetarnej w 2025 powinna przywrócić istotność tego dodatkowego bodźca stymulującego wzrost gospodarczy. W efekcie rosnąca dostępność kredytu może zainicjować bardziej ekspansywną fazę cyklu koniunkturalnego, sprzyjając wzrostowi wydatków, produkcji oraz zatrudnienia.
- Jednocześnie przedsiębiorstwa w tym roku mierzą się z istotnymi wyzwaniami inwestycyjnymi, co zwiększa zainteresowanie zewnętrznymi źródłami finansowania. Ponieważ kapitał własny nie wystarczy na pokrycie ambitnych projektów, rosnące zapotrzebowanie na kredyt inwestycyjny może przyczynić się do przyspieszenia wzrostu akcji kredytowej, w niektórych przypadkach przewyższając nawet tempo nominalnej ekspansji gospodarki. Popyt na finansowanie dłużne, wskazywany przez przedsiębiorstwa, potwierdza te prognozy.

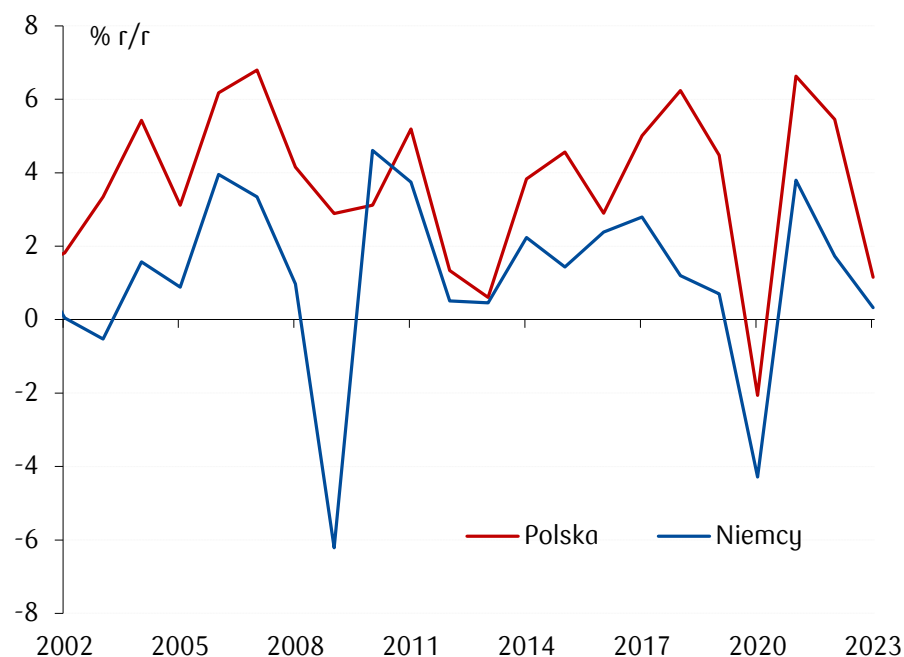


Bank Polski

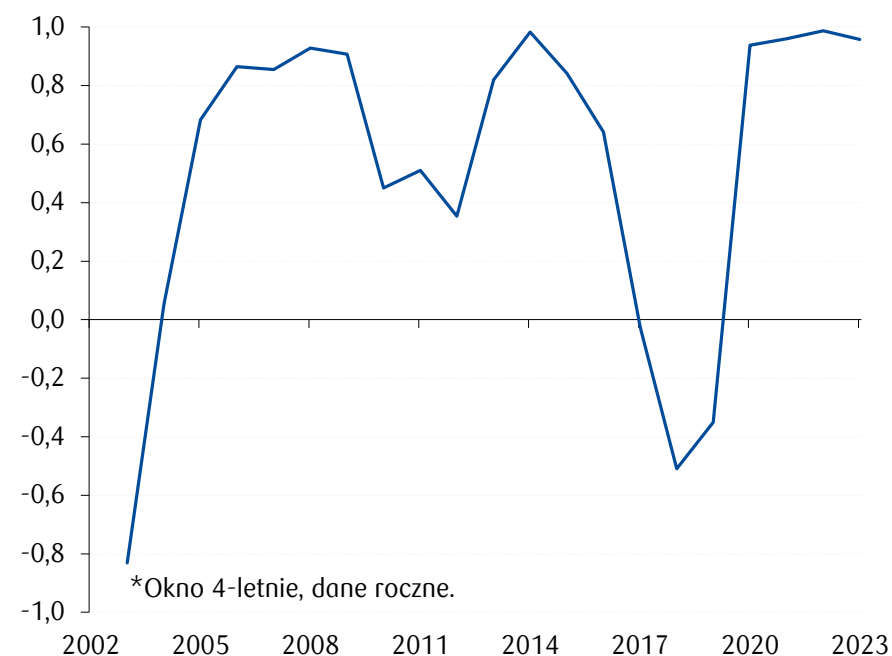
#3 Niemcy – zagrożenie czy szansa?

Popandemiczny powrót do zwiększonej zależności pomiędzy wzrostem gospodarczym w Polsce i Niemczech

Wzrost wartości dodanej w Polsce i Niemczech



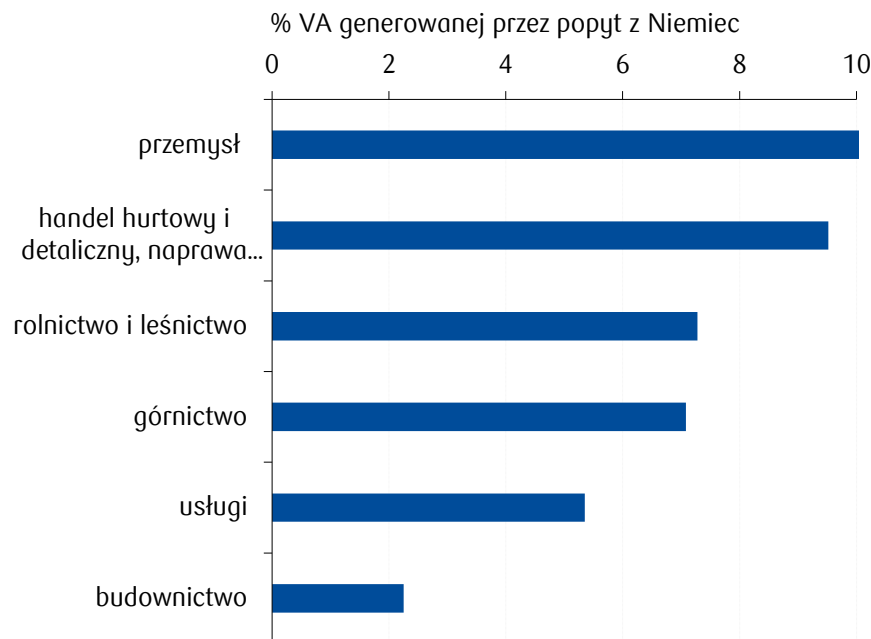
Korelacja* tempa wzrostu VA w Polsce i Niemczech



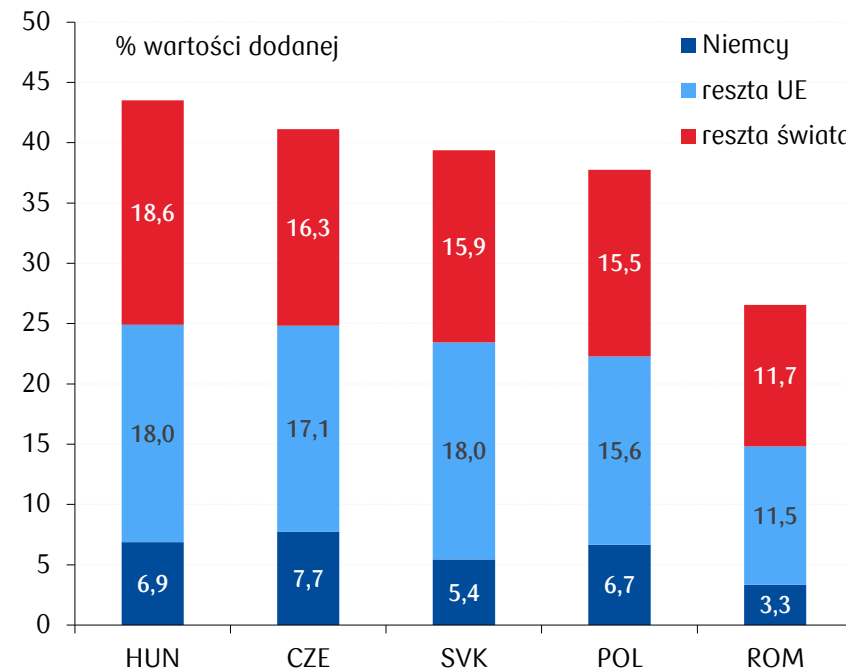
- Silna, dodatnia korelacja między tempem wzrostu PKB w Polsce i w Niemczech wyraźnie zmniejszała się w trakcie kilku lat przed pandemią. W latach 2018-2019 dysproporcja między dynamiką PKB w Polsce i Niemczech zwiększyła się ponad historyczny wzorec. Zawdzięczaliśmy to m.in. zmianom strukturalnym w przemyśle (głównie motoryzacji), dużemu napływowi bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski w obszarze elektromobilności oraz mocnej ekspansji polskiego sektora transportowego kosztem niemieckiej konkurencji.
- Pandemia przywróciła dodatnią korelację wzrostu PKB obu państw i nie był to wyłącznie efekt statystyczny.

Popyt z Niemiec generuje niemal 7% wartości dodanej Polski

Sekcje o największej ekspozycji na popyt z Niemiec



Krajowa wartość dodana wygenerowana przez popyt zagraniczny



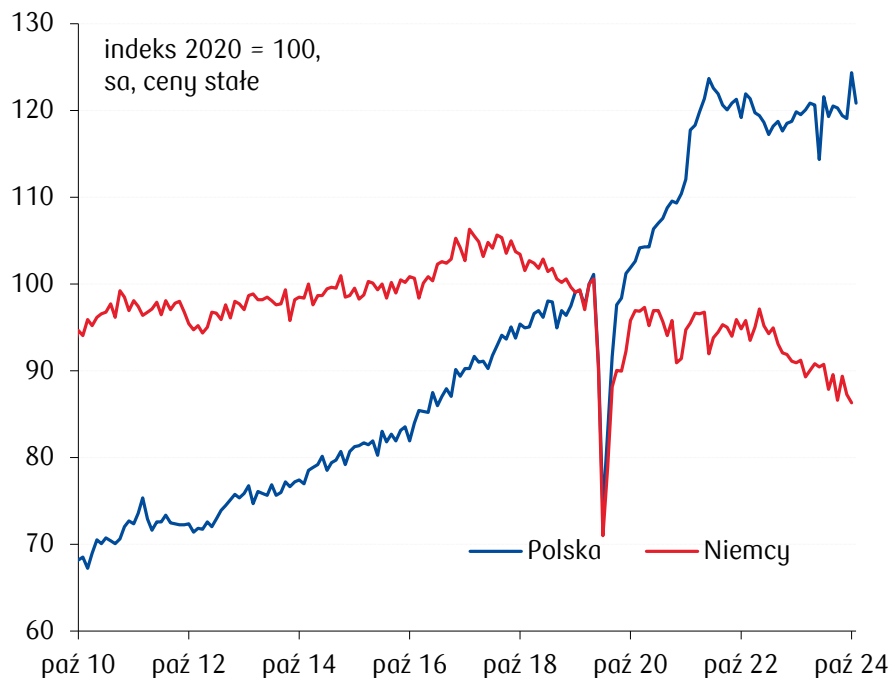
- Popyt zagraniczny generuje prawie 40% wartości dodanej w Polsce (w tym Niemcy 6,7% a reszta świata 31,1%). Sytuacja w Niemczech w ponadprzeciętnym stopniu dotyka przemysł i handel (gdzie ok. 10% wartości dodanej generuje popyt z Niemiec). Najbardziej wrażliwe branże (o dwucyfrowym udziale Niemiec w tworzeniu wartości dodanej) to transport lotniczy (17,3% VA), motoryzacja (17,1% VA), produkcja metali (15,4% VA) i urządzeń elektrycznych (13,1% VA) oraz wyrobów chemicznych (12,3% VA).
- Polska wykazuje jednak nieco mniejsze uzależnienie od niemieckiego popytu w porównaniu do większości państw regionu. Udział wartości dodanej generowanej przez niemiecki popyt pozostaje niższy niż obserwowany na Węgrzech, w Czechach i na Słowacji.

Problemy niemieckiego przemysłu hamują ożywienie w krajowym przetwórstwie

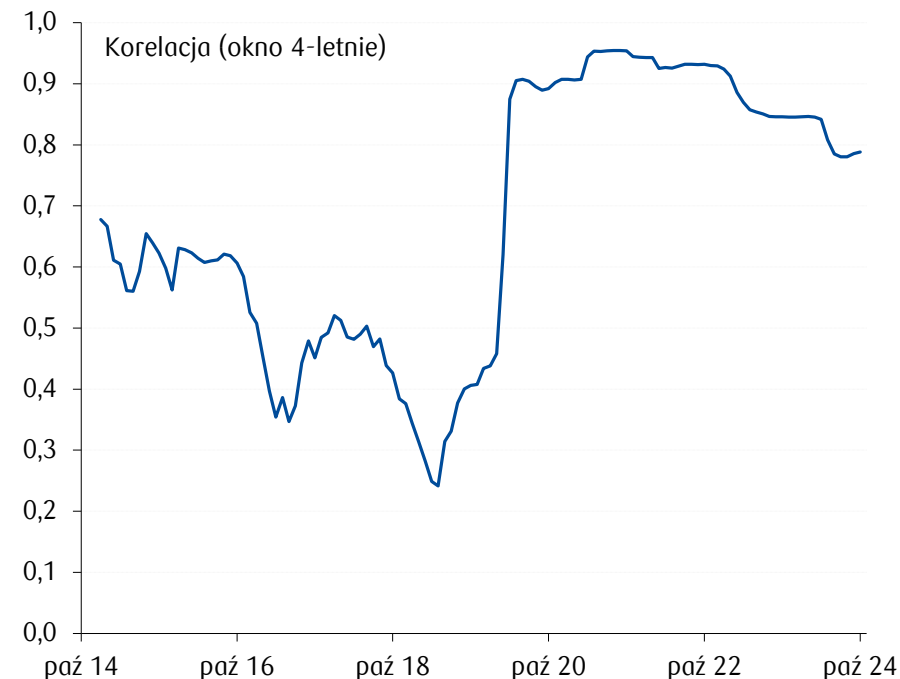


Bank Polski

Produkcja przemysłowa



Korelacja między produkcją przemysłową w Polsce i Niemczech



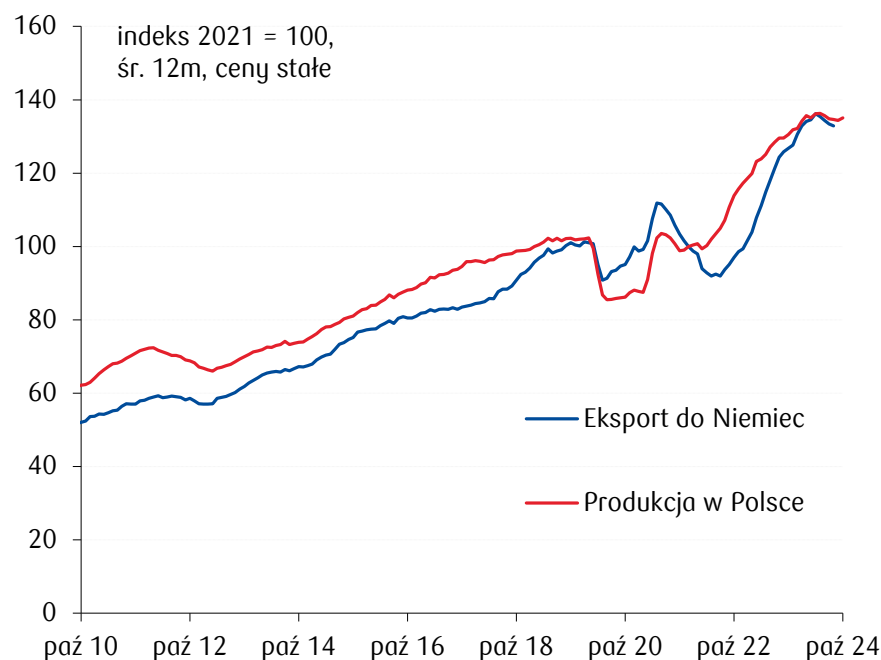
- Od 2023 wzrost PKB w Polsce jest ograniczany przez trudną sytuację w Niemczech, których gospodarka od 2 lat się kurczy. W 2023 wzrost PKB w Polsce wyniósł zaledwie 0,1% r/r a odbicie w 2024 było wyraźnie słabsze niż wzrost gospodarczy w okresie bezpośrednio poprzedzającym pandemię (ok. 5% r/r).
- Źródłem spowolnienia wzrostu w Polsce jest wyhamowanie silnego trendu wzrostowego w przemyśle, spowodowane powiązaniem z niemieckim przetwórstwem. Większa ekspozycja polskiego przetwórstwa na produkcję dóbr pośrednich niż kapitałowych mogła amortyzować ten negatywny wpływ, dzięki czemu Polska nie doświadczyła tak silnego spadku produkcji jak Niemcy.

W 2024 spadła odporność istotnych branż przemysłowych na niemiecką dekoniunkturę

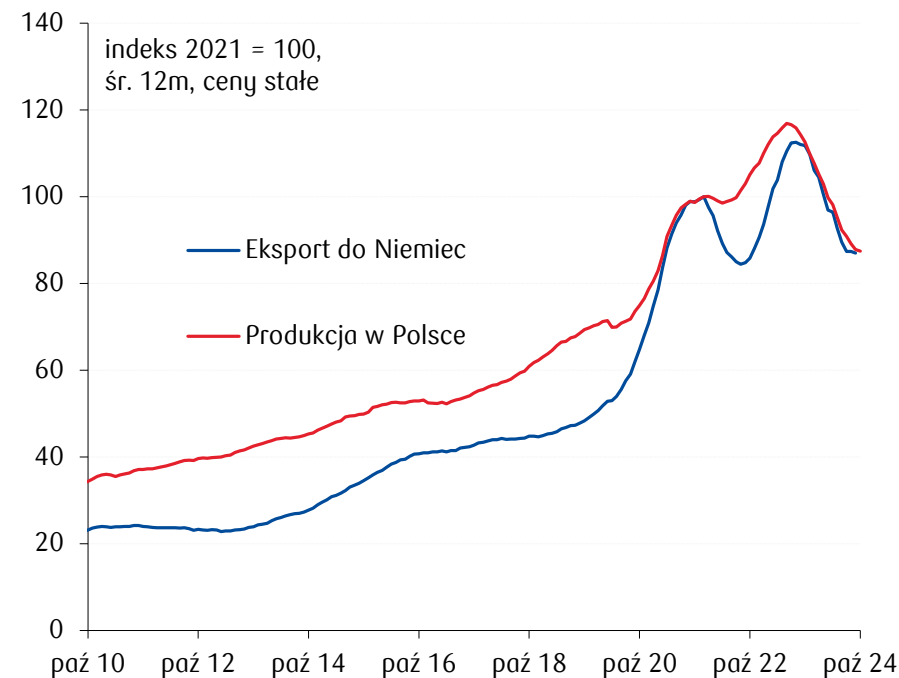


Bank Polski

Motoryzacja



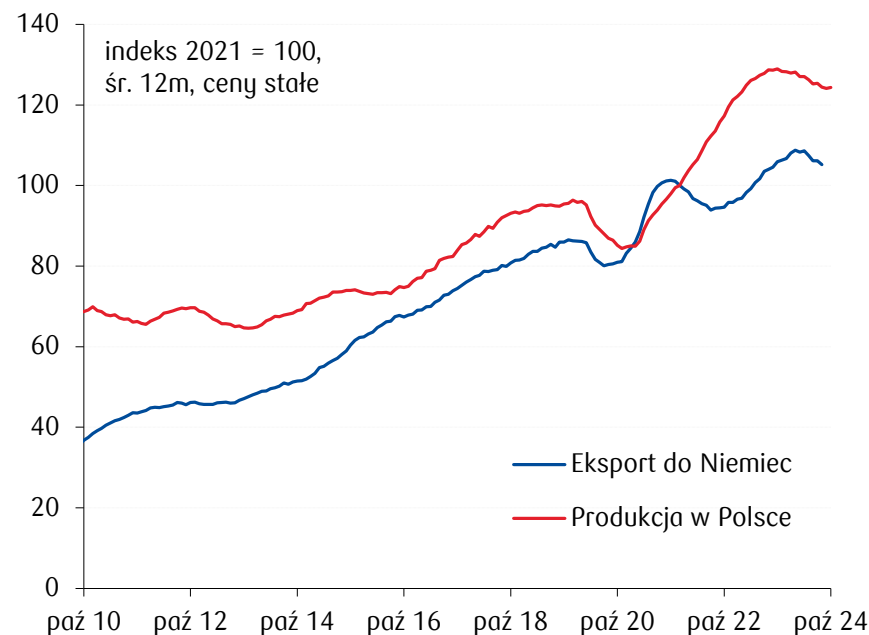
Sprzęt elektryczny



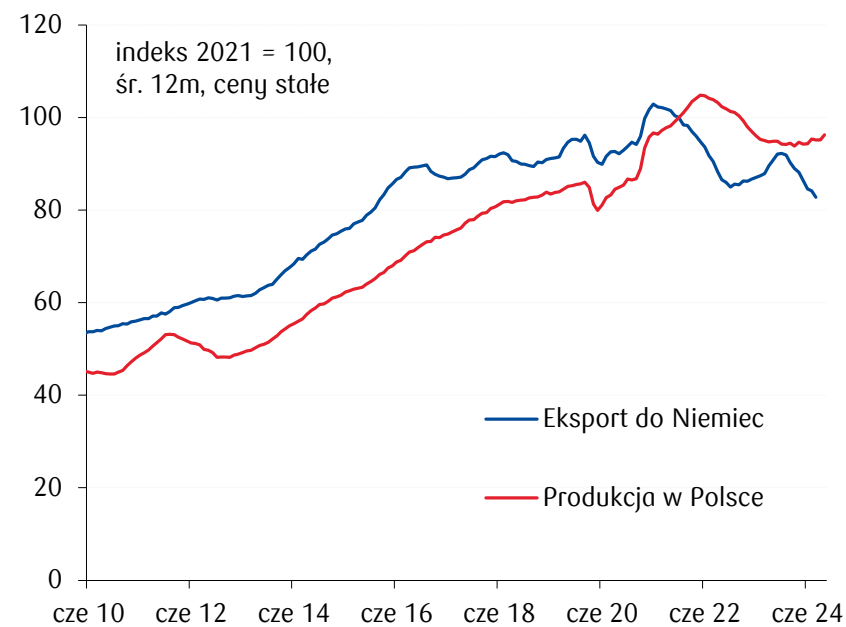
- W latach 2022-2023 duże różnice w dynamice produkcji w motoryzacji osłabiały korelację pomiędzy tempem wzrostu PKB w Polsce i Niemczech. W 2024 ogólne problemy europejskiej branży motoryzacyjnej, mierzącej się z coraz bardziej wyśrubowanymi normami środowiskowymi i rosnącą konkurencją z Chin, wyhamowały wzrost krajowej produkcji. Wraz z problemami ze sprzedażą samochodów elektrycznych spadł popyt na wyroby polskiego przemysłu (głównie w branży produkującej baterie i sprzęt elektryczny, dotychczas rozwijającej się w imponującym tempie).

Część producentów znalazła alternatywne rynki zbytu

Maszyny i urządzenia



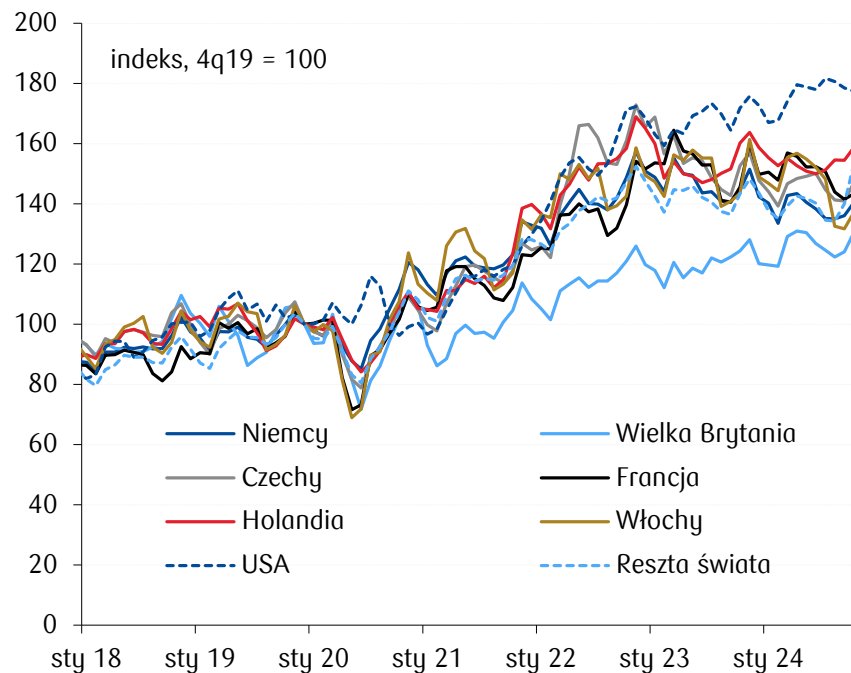
Meble



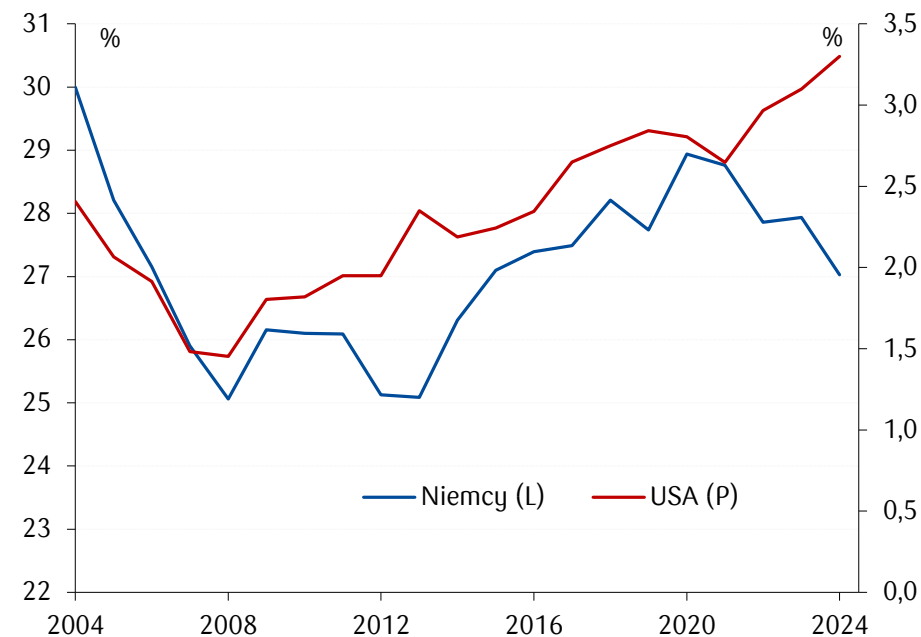
- Realizacja ambitnej polityki zaostrzania norm środowiskowych będzie wyzwaniem dla europejskiego przemysłu, w tym dla motoryzacji, która nie wytrzyma konkurencji ze strony Chin. Producentom maszyn, mebli, tworzyw sztucznych i wyrobów chemicznych łatwiej znaleźć zastępstwa dla niemieckiego rynku zbytu a szansą dla nich w może być oczekiwane ożywienie na europejskim rynku nieruchomości.

Polskie firmy w 2024 zwiększyły eksport poza UE, głównie do USA

Zmiany eksportu do głównych partnerów handlowych Polski



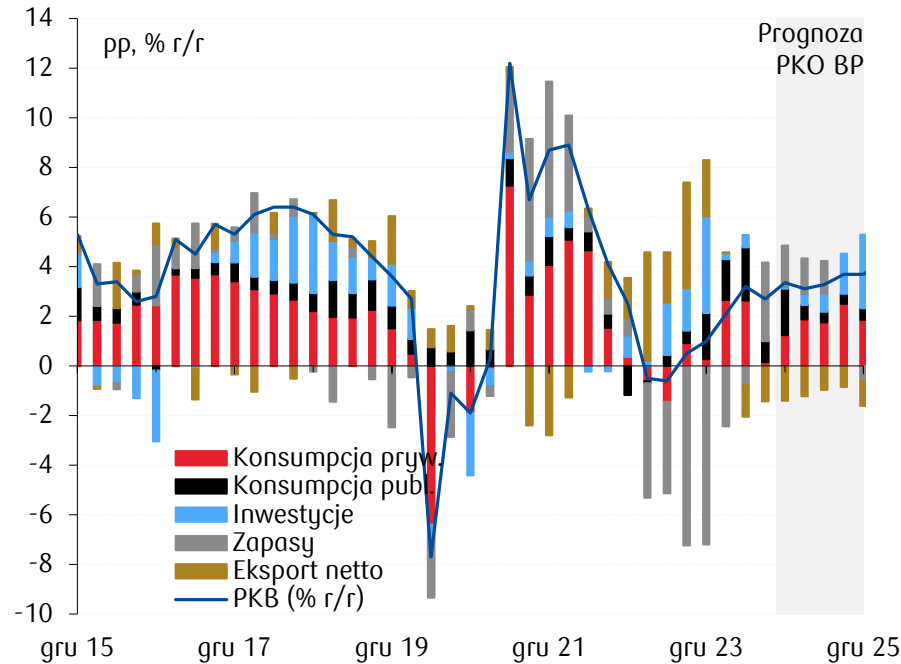
Udziały Niemiec i USA w eksporcie Polski



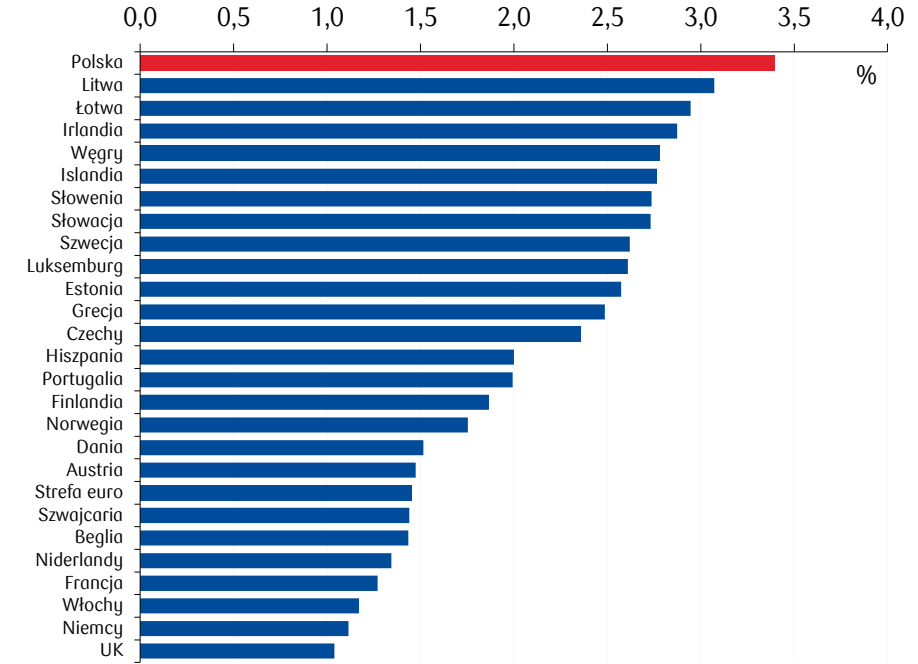
- Polska charakteryzuje się relatywnie dużą dywersyfikacją w handlu zagranicznym, i mimo trudności, zdobywa nowe rynki. W ostatnich latach, kiedy eksport do Niemiec spadał, rósł eksport do krajów spoza UE – głównie do USA i Wielkiej Brytanii. W ramach UE zacieśnia się nasza współpraca z Holandią, gdzie zlokalizowany jest strategiczny producent maszyn do produkcji półprzewodników (ASML).

Szansą będzie rozwój krajowego potencjału

Wzrost PKB w Polsce



Prognozy wzrostu PKB na 2025 według OECD



- W 2025 Polska może być europejskim liderem wzrostu, który w całości wygenerowany będzie popytem krajowym (doda on wg. naszych szacunków ok. 4,5pp do dynamiki PKB, a eksport netto odejmie ok. 1pp). Duży potencjał dla wzrostu PKB tkwi w niezależnych bezpośrednio od Niemiec europejskich inwestycjach w rozwój i produkcję półprzewodników, zwiększaniu krajowej produkcji zbrojeniowej, rozwoju infrastruktury (energetyka jądrowa, CPK i projekty z nim związane). Efekty tych projektów będą jednak bardziej widoczne w dłuższej perspektywie.

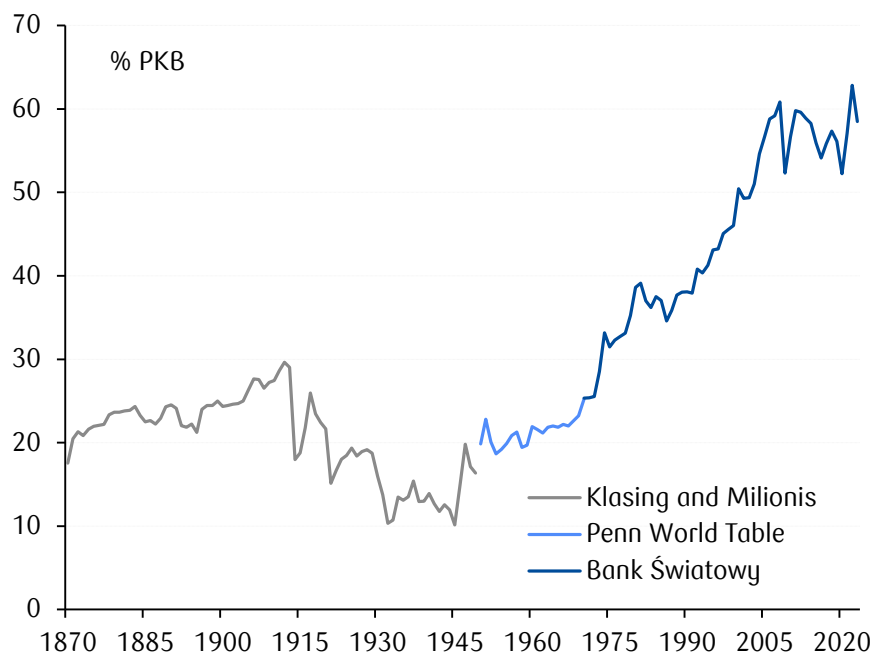


Bank Polski

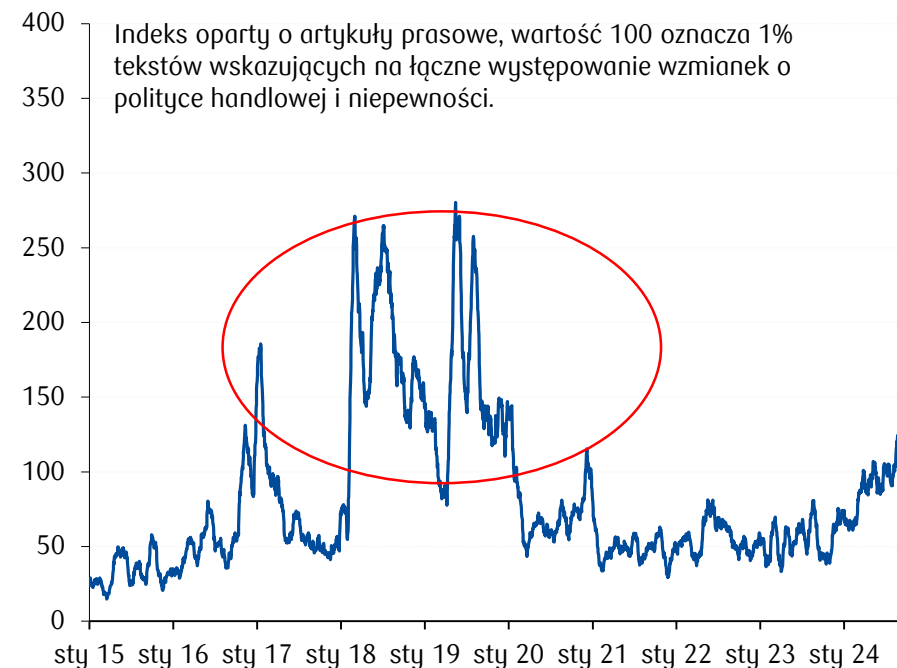
#4 Czy Polska jest jeszcze konkurencyjna?

Gospodarka wpływa na nieznane wody

Koniec globalizacji? – udział eksportu w globalnym PKB



Indeks niepewności polityki handlowej*

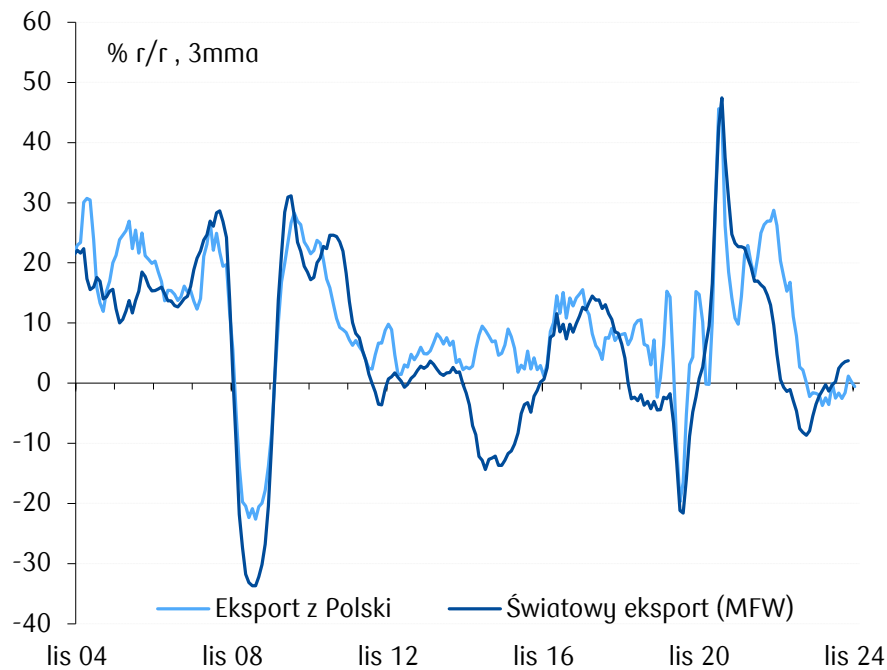


- Od kryzysu finansowego globalizacja, mierzona udziałem eksportu w światowym PKB, zatrzymała się. W 2023 eksport stanowił ok. 58% światowego PKB i było to mniej niż w popandemicznym 2022.
- Negatywne tendencje mogą ulec wzmocnieniu za sprawą nasilenia się protekcjonizmu w USA po przejęciu władzy przez D.Trumpa. Indeks niepewności polityki handlowej jest obecnie najwyższy w historii – niepewność jest zauważalnie wyższa niż podczas poprzedniej kadencji D.Trumpa w latach 2017-2021.

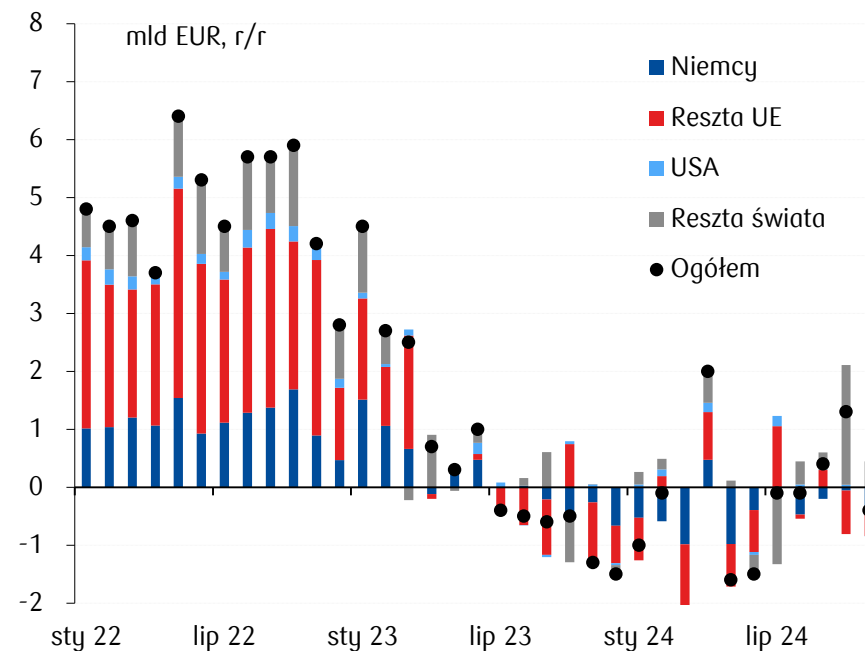
*Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino i Andrea Raffo (2020), The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty, *Journal of Monetary Economics*, 109, pp.38-59.

Zadyszka eksportu towarów w 2024

W ostatnim czasie polski eksport rośnie wolniej niż światowy



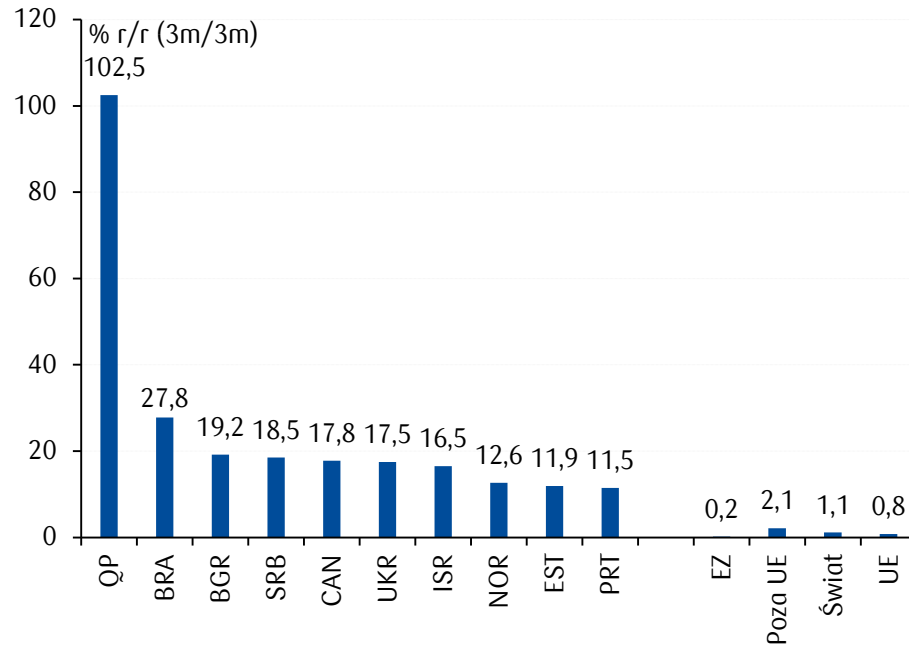
Geograficzna dekompozycja zmiany nominalnego eksportu z Polski



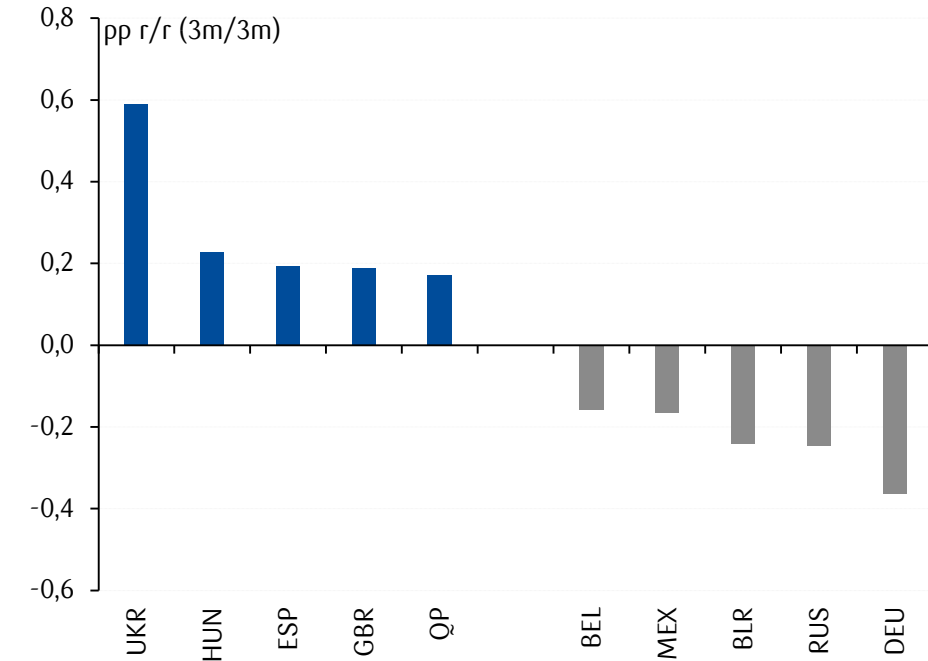
- W 2024 dynamika eksportu z Polski była niższa niż dynamika światowego eksportu, co oznacza spadek udziału naszego kraju w globalnej wymianie towarowej.
- Słabość polskiego eksportu była odzwierciedleniem niższego popytu z UE – to sprzedaż do Niemiec, które są głównym partnerem handlowym Polski oraz do pozostałych państw strefy euro miała największy negatywny wkład do rocznej zmiany eksportu w 2024.

Zmiany w strukturze geograficznej eksportu

Kierunki krajowego eksportu odnotowujące najsilniejsze wzrosty*



Obszary** o największym/najmniejszym wkładzie do dynamiki eksportu ogółem

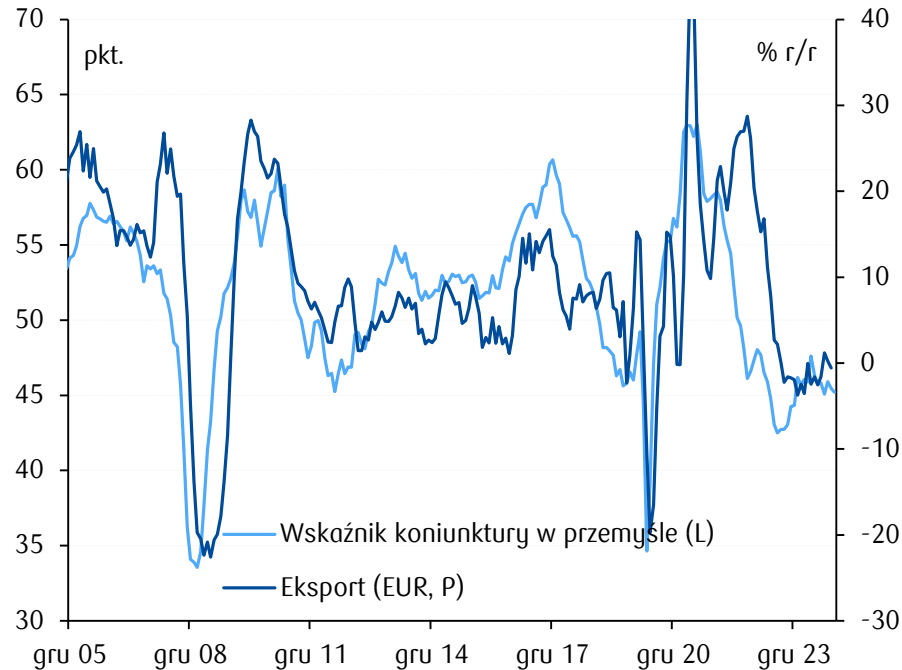


- Bieżące trendy w eksporcie towarów pokazują rosnące znaczenie rynków poza strefą euro, czy nawet poza Europą. Wśród 10 obszarów z największym wzrostem eksportu jest tylko jedno państwo strefy euro – Portugalia. Najsilniej rosły transakcje z eksterytorialnymi obiektami na pełnym morzu (QP), takimi jak platformy wiertnicze, czy farmy wiatrowe. Silnie rósł też eksport do pozaeuropejskich kierunków takich jak Brazylia, czy Kanada.
- Największy pozytywny wkład do dynamiki eksportu miała wymiana towarowa z Ukrainą – jej wzrost w ostatnich 3 miesiącach z nawiązką równoważył spadek eksportu do Niemiec.

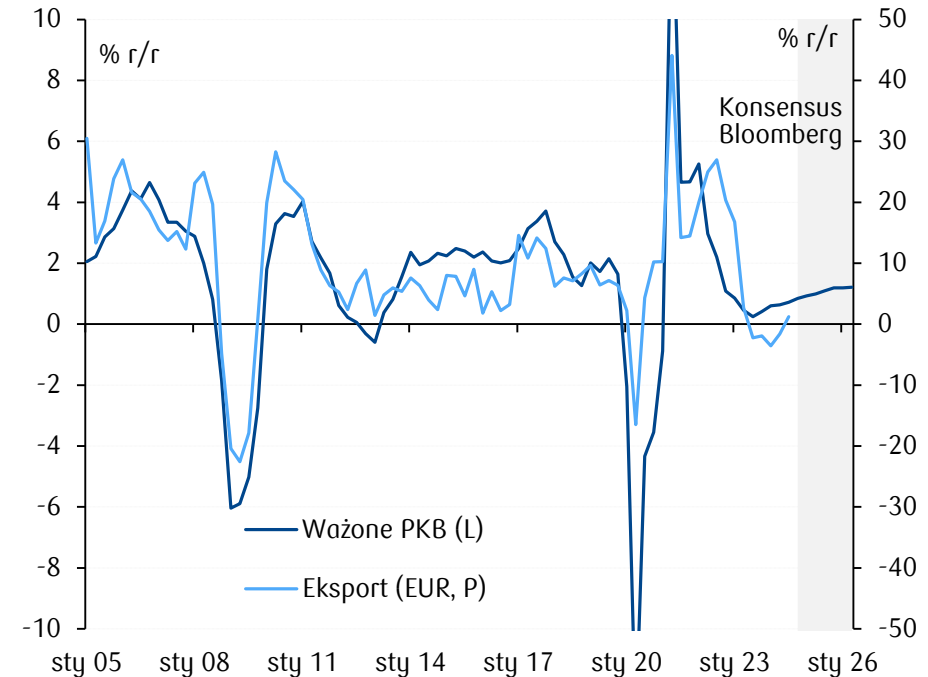
*Dane do października 2024, dla obszarów z eksportem za 3 miesiące wyższym niż 200 mln EUR; **QP oznacza wody eksterytorialne (high seas) i obejmuje wymianę m.in. z platformami wiertniczymi.

Eksport towarów wrażliwy na koniunkturę

Eksport na tle PMI 10 głównych partnerów handlowych*



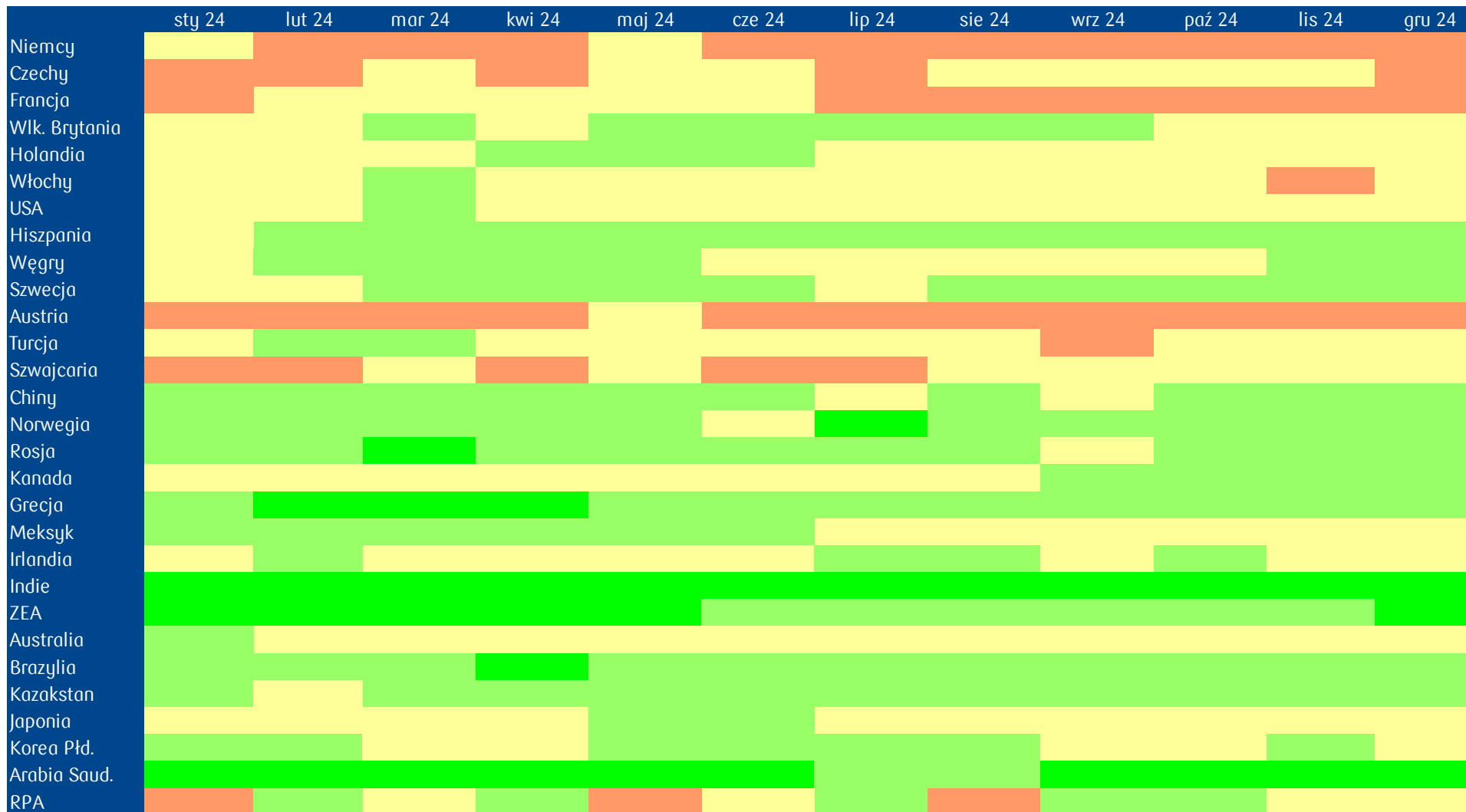
Eksport na tle PKB 10 głównych partnerów handlowych**



- Eksport towarów z Polski jest wrażliwy na koniunkturę zagraniczną – pogorszenie klimatu biznesowego u naszych głównych partnerów handlowych było skorelowane z osłabieniem wyników sprzedaży na rynki zagraniczne.
- Prognozy Bloomberga dla głównych polskich rynków eksportowych sugerują powolne ożywienie gospodarcze, co powinno się przełożyć na nieco lepsze wyniki eksportu w kolejnych kwartałach.

*Dla których są dostępne indeksy PMI; ** za wyjątkiem Ukrainy.

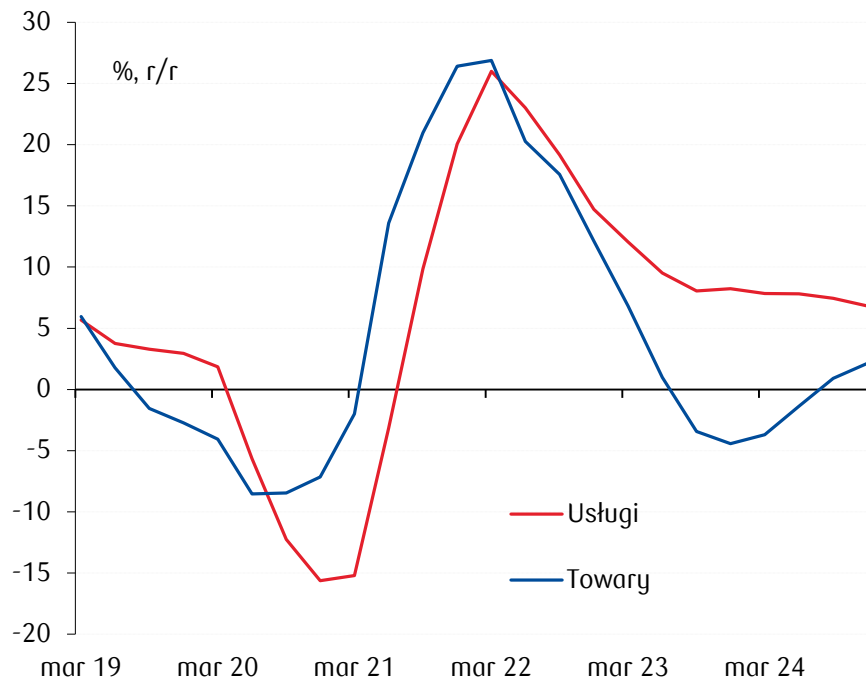
Heatmapa* koniunktury dla polskich rynków eksportowych



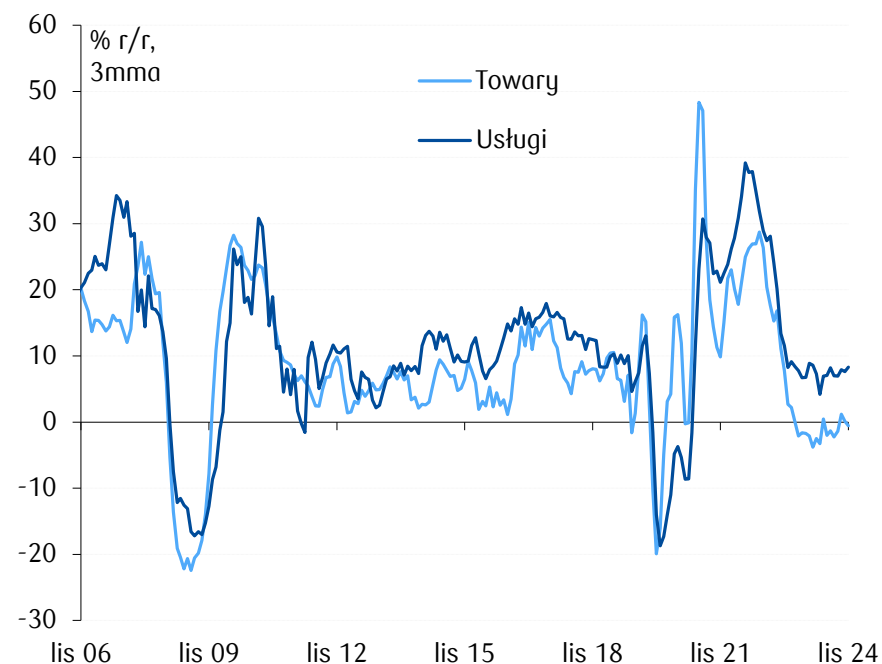
*Wskaźniki koniunktury polskich partnerów eksportowych (zielony - lepiej, czerwony - gorzej)

Wymiana usługowa ma się dobrze

Dynamika globalnego eksportu towarów i usług*



Dynamika polskiego eksportu towarów i usług

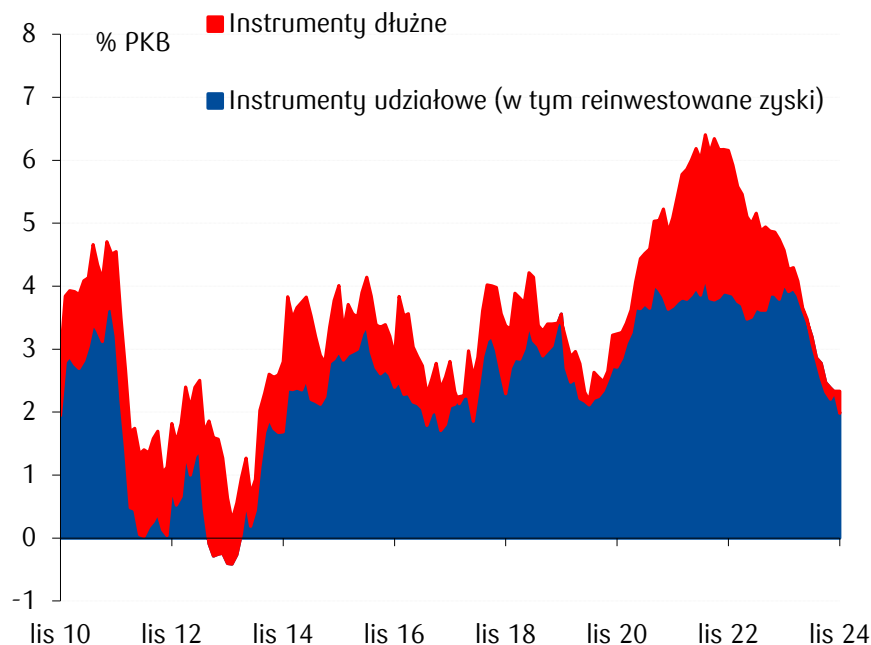


- Na przełomie 2023 i 2024 dynamika globalnego eksportu towarów była ujemna. Jednocześnie od połowy 2022 wzrost eksportu usług przekraczał dynamikę sprzedaży zagranicznej towarów. UNCTAD zwraca uwagę, że po GFC wzrosło znaczenie sektora usługowego jako eksportowego motoru wzrostu gospodarki, a spadło znaczenie przetwórstwa.
- Polska dobrze wpisuje się w średnioterminowe globalne trendy – pomimo spowolnienia w 2024 dynamika eksportu usług nie była ujemna, chociaż ustabilizowała się na poziomie niższym niż obserwowany przed pandemią.

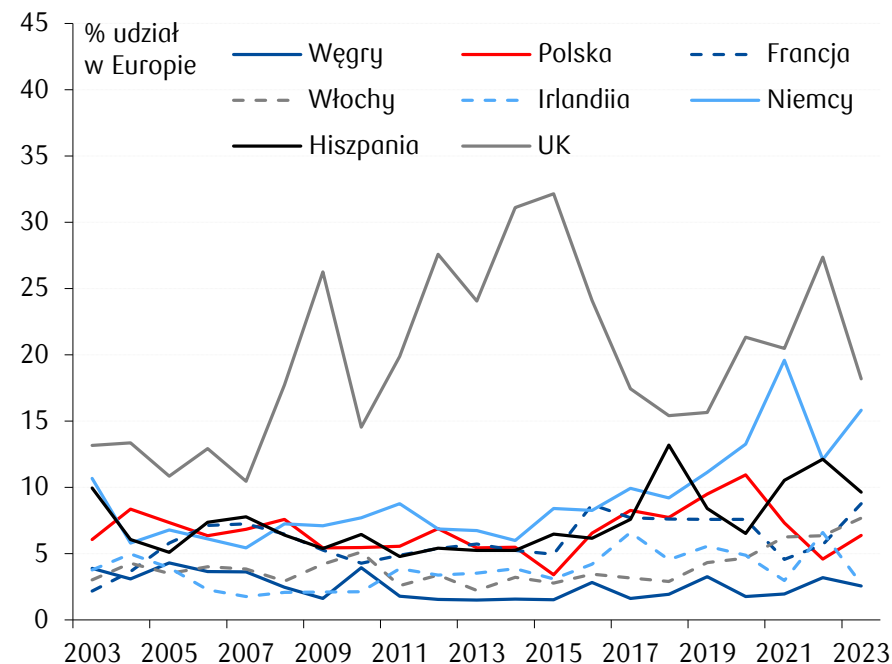
*Dane UNCTAD, a za 3q24 i 4q24 szacunki UNCTAD.

Słabszy napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Napływ BIZ w ujęciu bilansu płatniczego



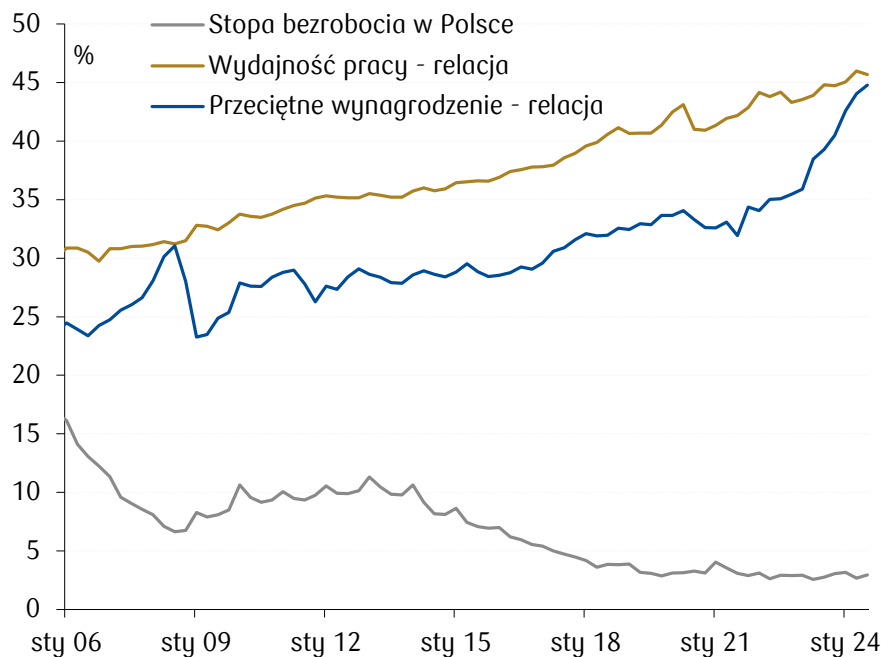
Wartość zapowiadanych inwestycji typu *greenfield*



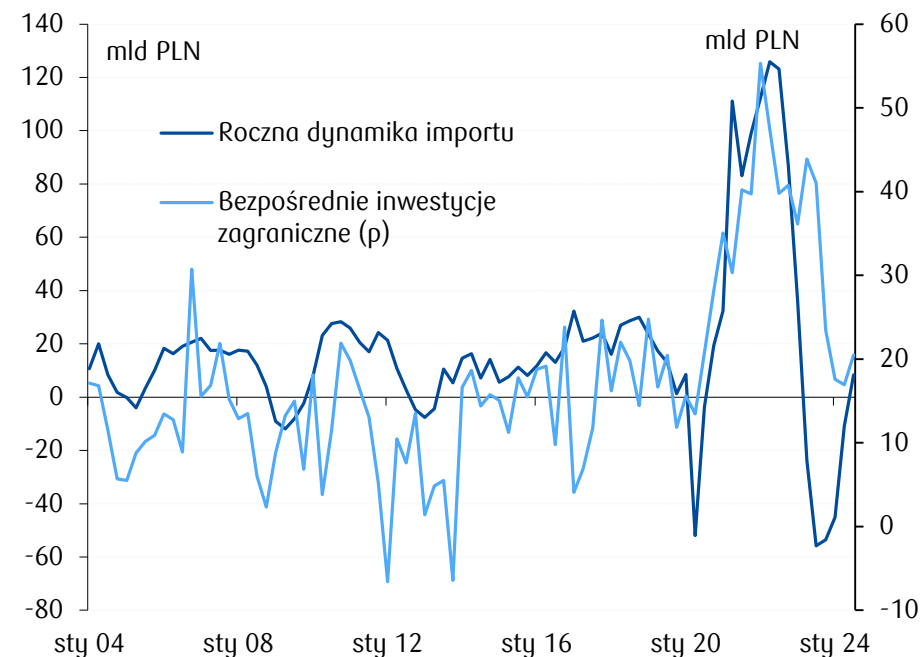
- W 2024 napływ BIZ w ujęciu bilansu płatniczego wyraźnie osłabł – obecnie w ujęciu 12-miesięcznym stanowi on około 2% PKB, wobec ponad 6% PKB na przełomie 2020/21. Początkowo gwałtownie obniżały się instrumenty dłużne, a w ostatnim czasie dołączyły do tego instrumenty udziałowe, w tym niższe reinwestowane zyski. Zakładamy, że w miarę poprawy rentowności przedsiębiorstw, wzrośnie wartość reinwestowanych zysków firm zagranicznych.
- Pod względem zapowiadanych inwestycji typu *greenfield* Polska w ostatnich latach przegrywa nie tylko z Wielką Brytanią i Niemcami, ale też z państwami południa Europy. Wciąż jednak jesteśmy głównym kierunkiem lokowania inwestycji w regionie EŚiW. W ostatnich latach napływ BIZ zwiększał potencjał eksportowy gospodarki, jego zatrzymanie mogłoby utrudnić dalsze wzrosty eksportu.

Fundamenty napływu BIZ zachwiane

Relacje zmiennych stanowiących fundamenty napływu BIZ między Polską a strefą euro



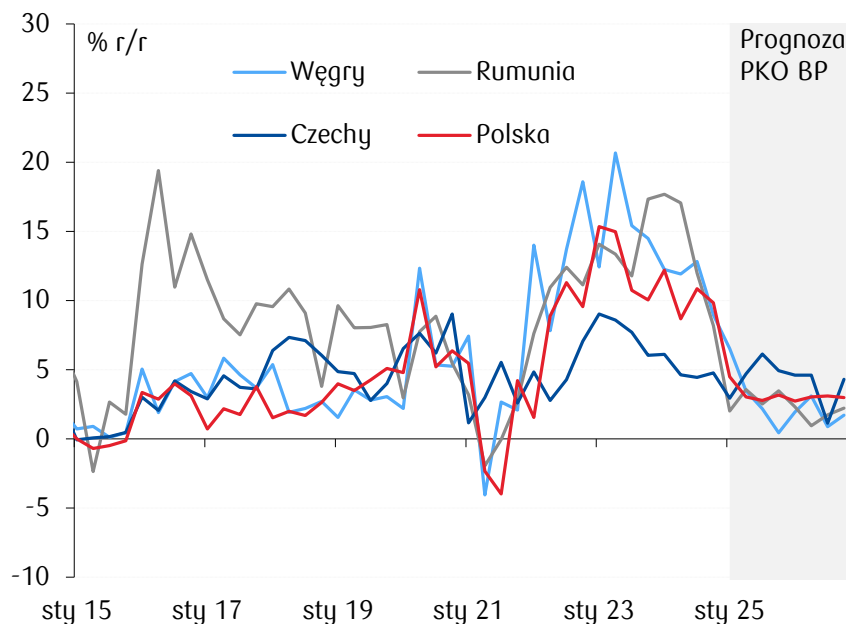
Import a napływ BIZ



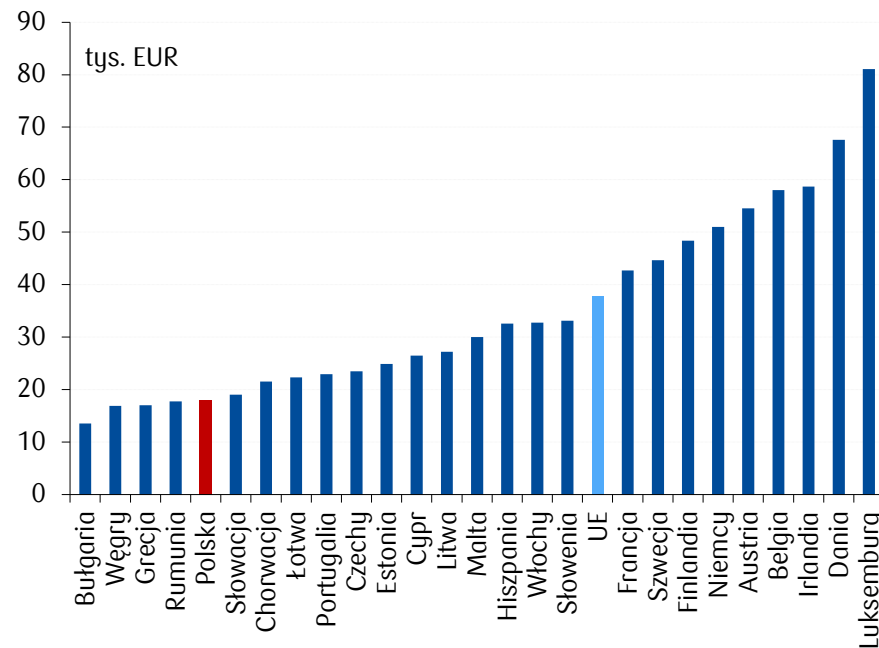
- Kluczowe czynniki sprzyjające napływowi BIZ do Polski nadal wskazują, że nasz kraj pozostaje atrakcyjnym miejscem do lokowania kapitału. Poprawia się wydajność pracy w porównaniu ze strefą euro, a jednostkowe koszty pracy (ULC) wciąż są u nas relatywnie niższe. Niemniej, ostatni gwałtowny wzrost ULC osłabił tę przewagę, pogarszając relację między kosztami a wydajnością. Dodatkowo, bardzo niskie bezrobocie oznacza ograniczoną dostępność pracowników, co może hamować dalsze inwestycje.
- Ostatnie osłabienie napływu BIZ do Polski jest m.in. efektem spowolnienia importu. Zwykle na rynku gospodarza najpierw pojawia się nowy produkt poprzez import. Gdy popyt na dany produkt rośnie, kraj-naśladowca zaczyna wytwarzać go u siebie, co prowadzi do wzrostu eksportu lokalnie produkowanych dóbr. Wraz z ożywieniem popytu krajowego import powinien ponownie przyspieszyć, a za nim pójść wyższe nakłady inwestycyjne z zagranicy, co w dłuższej perspektywie przełoży się na większy eksport.

Silny wzrost wynagrodzeń nie pozbawił nas konkurencyjności

Jednostkowe koszty pracy wkrótce spowolnią



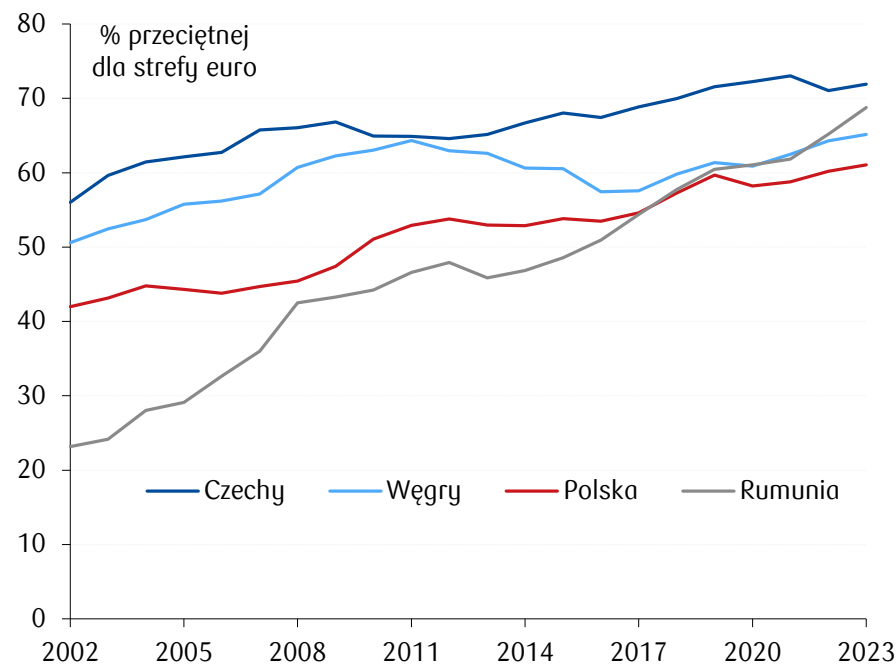
Przeciętne roczne wynagrodzenie w Polsce jest jednym z niższych w UE (dane za 2023)



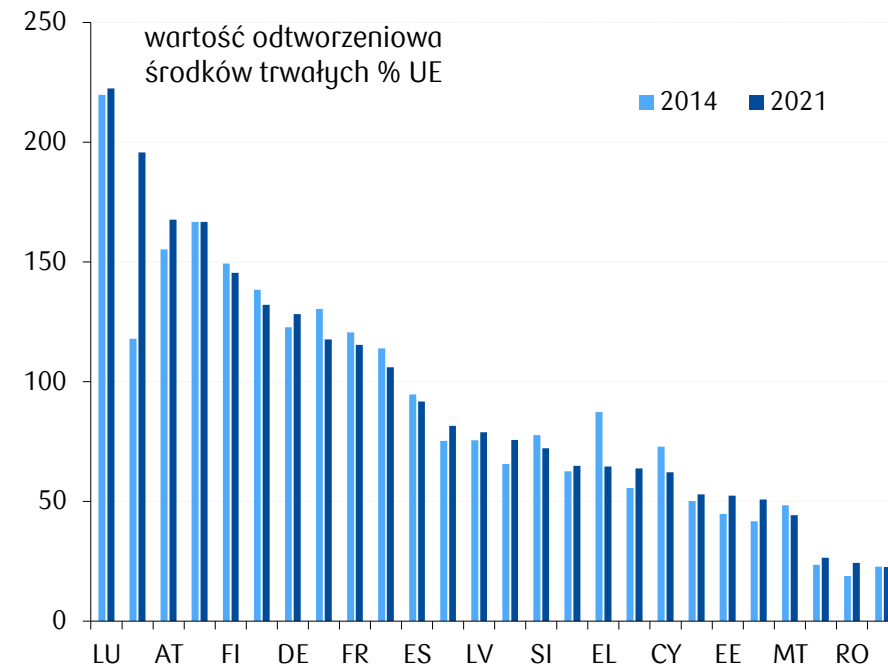
- Wynagrodzenia w Polsce w ostatnich dwóch latach rosły w dwucyfrowym tempie, ale podobne zjawisko obserwowaliśmy też w innych państwach regionu. Poziom przeciętnego rocznego wynagrodzenia w Polsce jest nadal jednym z niższych w UE – wyższe płace są m.in. w Czechach, w Chorwacji i na Słowacji.
- Spodziewane przez nas spowolnienie wzrostu wynagrodzeń w 2025, połączone z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego i wzrostem produktywności, przełoży się na znaczące wyhamowanie dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Poprawa wydajności pozwoli utrzymać konkurencyjność gospodarki

Wydajność pracy w regionie EŚiW



Aktywa trwałe na pracownika



- Wydajność pracy w Polsce w ostatnich dwóch dekadach systematycznie się poprawiała, ale nadal jest wyraźnie niższa niż nie tylko w strefie euro, ale też w Czechach, na Węgrzech i w Rumunii, która doświadczyła imponującej poprawy w tym zakresie.
- W Polsce jest jeszcze wiele relatywnie łatwych sposobów na poprawę wydajności, np. poprzez automatyzację. Wartość aktywów przypadających na pracownika jest najniższa w całej UE. Nawet prosta automatyzacja procesów może być szansą na zminimalizowanie negatywnych skutków spadającej podaży pracy.

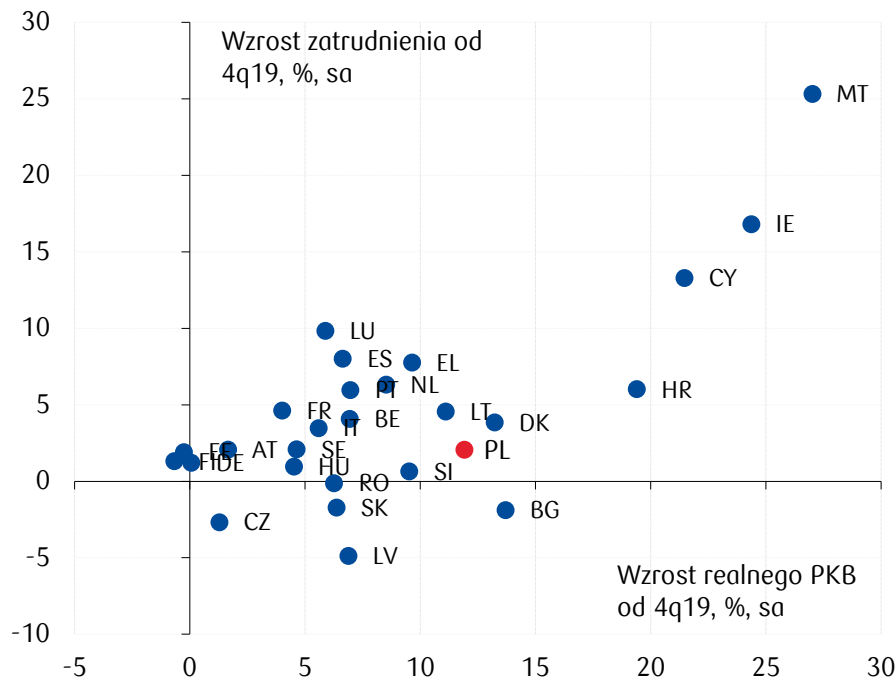


Bank Polski

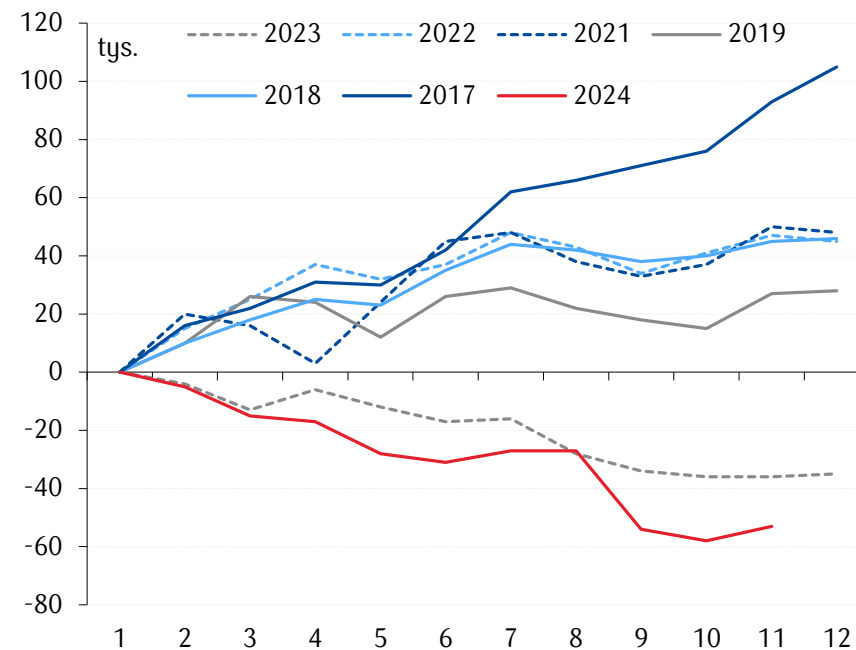
#5 Czy zatrudnienie w Polsce może jeszcze rosnąć?

W 2024 popyt na pracę systematycznie malał...

Skala odbudowy zatrudnienia na tle odbudowy aktywności gospodarczej w UE



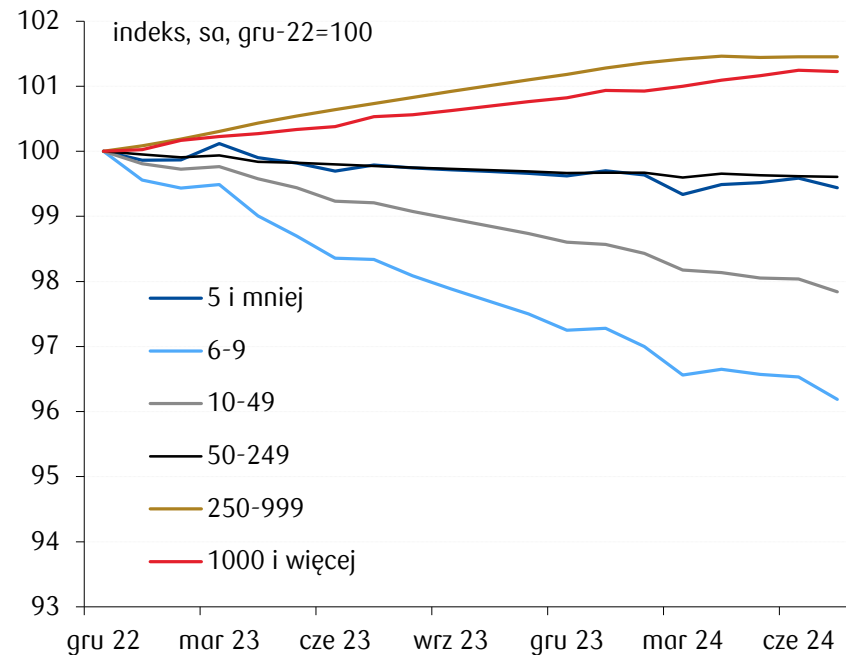
Skumulowana zmiana zatrudnienia od stycznia (sektor przedsiębiorstw)



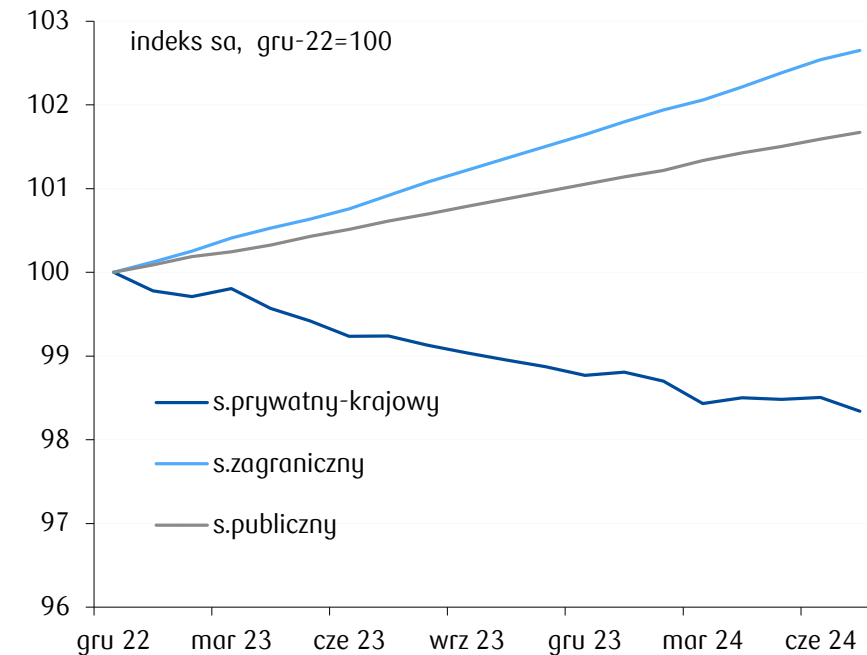
- Skala popandemicznego przyrostu zatrudnienia w Polsce nie koresponduje ze skalą odbudowy gospodarki, choć podobna dywergencja jest obserwowana również w regionie. W 2024 przyspieszeniu wzrostu PKB towarzyszyło dalsze osłabianie popytu na pracę, widoczne w redukcji etatów, a niechęć do zwiększania zatrudnienia była podyktowana utrzymującą się wysoką dynamiką wynagrodzeń, która napędzana była podwyższoną inflacją.
- Na koniec listopada 2024 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o blisko 1% niższe niż na początku roku, a miesięczny przyrost zatrudnienia w 2024 odnotowano jedynie w lipcu i listopadzie.

...ale sytuacja była zróżnicowana

Pracujący w gospodarce narodowej wg wielkości podmiotu



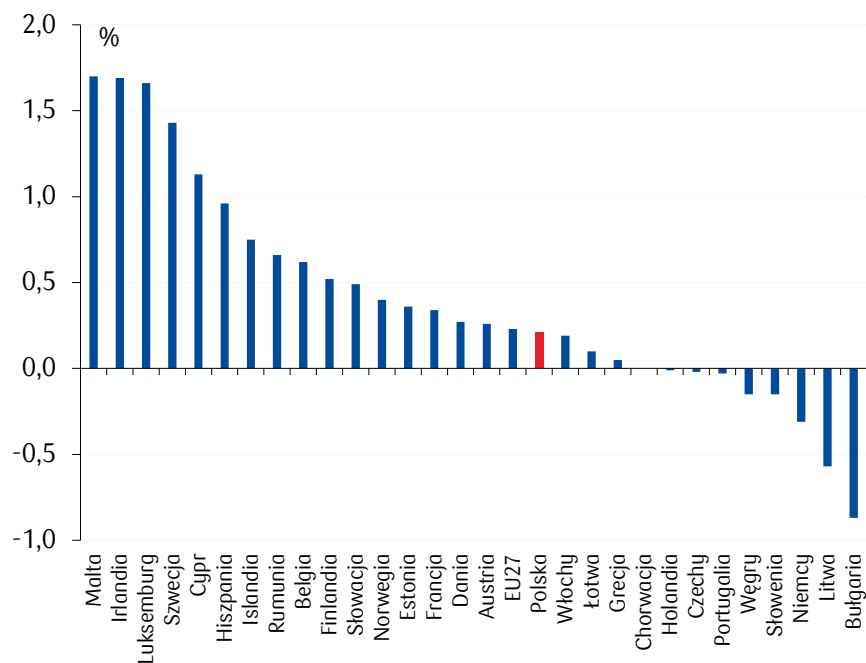
Pracujący w gospodarce narodowej wg sektorów i form własności



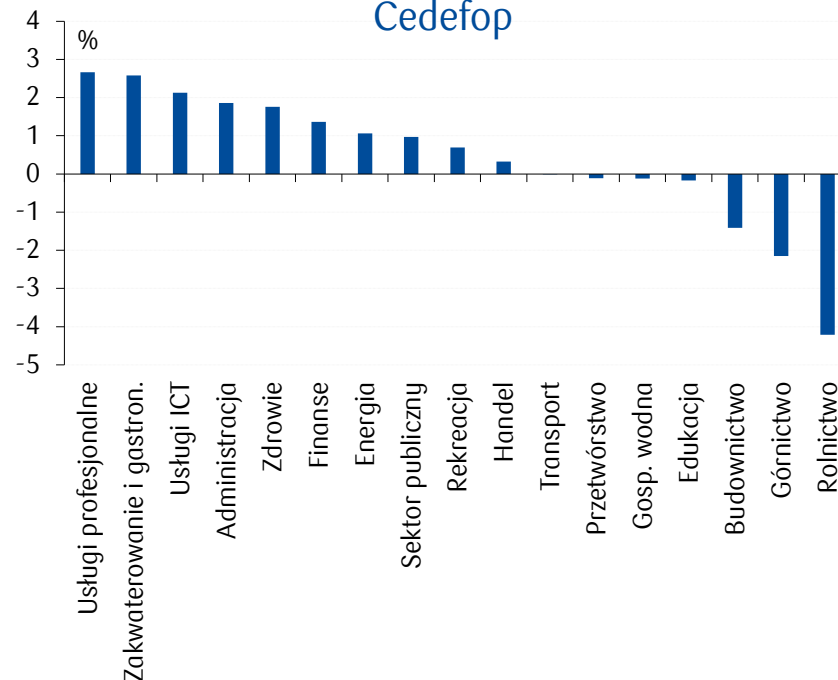
- Dostosowanie do wysokiej dynamiki wynagrodzeń poprzez redukcję etatów koncentrowało się głównie w krajowych mikro przedsiębiorstwach i MŚP. Przyrost zatrudnienia dotyczył dużych przedsiębiorstw, przede wszystkim z kapitałem zagranicznym, charakteryzujących się wyższą wydajnością pracy, co częściowo łagodziło ciężar związany z podwyżkami płac. Wzrost liczby pracujących obejmował również sektor publiczny.

Ograniczony potencjał do wzrostu zatrudnienia w przyszłości

Prognozowany roczny wzrost zatrudnienia w okresie 2022-2035 wg Cedefop



Prognozowany roczny wzrost zatrudnienia w okresie 2022-2035 w Polsce w wybranych branżach wg Cedefop

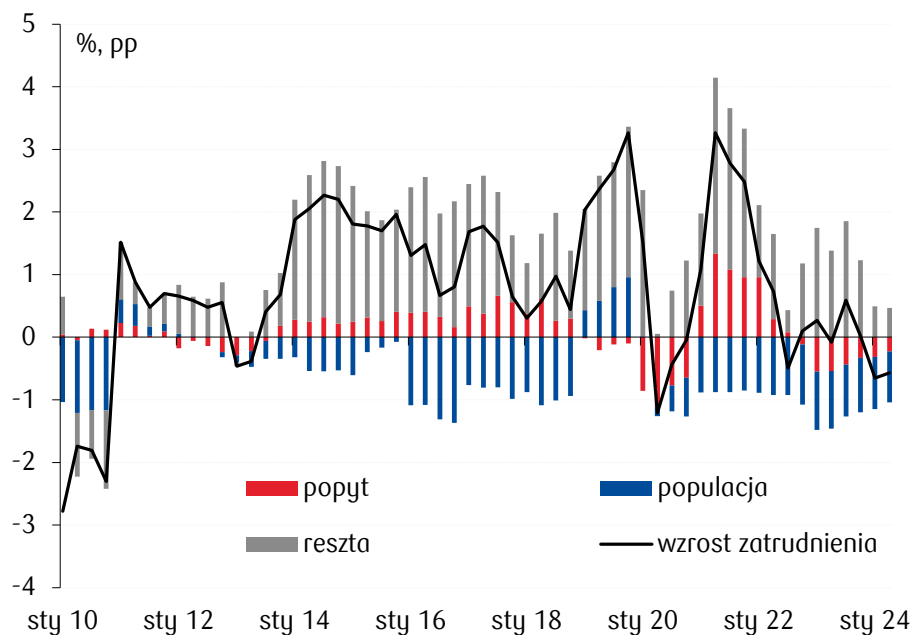


- Prognozy europejskiej agencji CEDEFOP* wskazują na umiarkowany potencjał do wzrostu zatrudnienia w Polsce (ok. 0,2% średniorocznie), który plasuje naszą gospodarkę w pobliżu średniej unijnej.
- Malejące zapotrzebowanie na pracowników będzie obejmowało przede wszystkim rolnictwo, górnictwo oraz budownictwo. Najbardziej pożądanymi będą natomiast pracownicy oferujący profesjonalne usługi wymagające wysokich kwalifikacji (w tym z branży ICT), jak również trudniący się zastępowaniem pracowników o niższych kwalifikacjach w zakwaterowaniu i gastronomii, czy też opiece zdrowotnej.

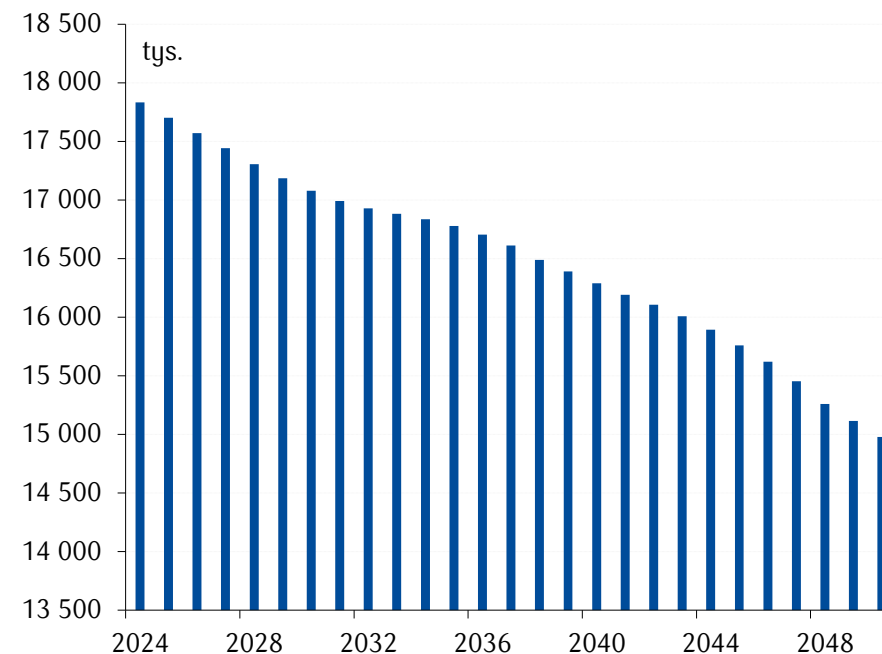
*Centre Européen pour le Développement de la Formation Professionnelle – Europejskie Centrum Rozwoju Kształcenia Zawodowego.

Kluczowa pozostanie demografia

Dekompozycja zmiany zatrudnienia



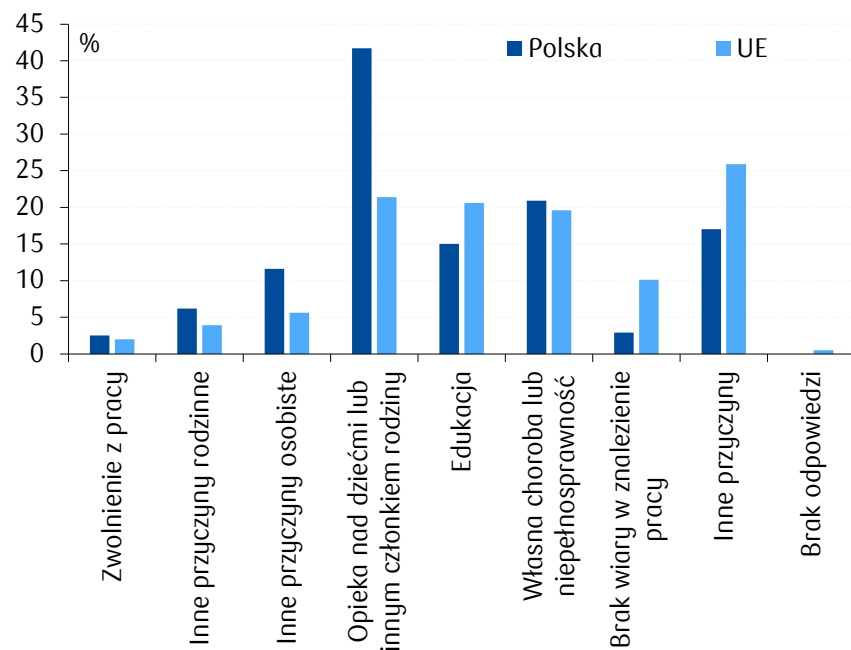
Prognoza podaży pracy



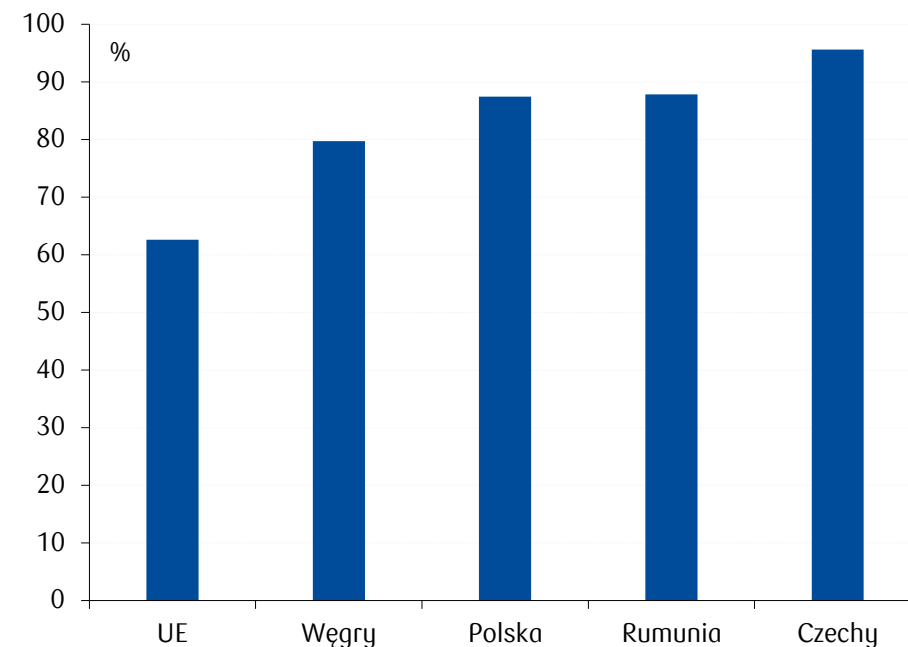
- Demografia pozostaje głównym czynnikiem determinującym dynamikę zatrudnienia w Polsce, choć wyniki zatrudnienia w 2023 i 2024 były również pod negatywnym wpływem koniunktury i w tym zakresie dostrzegamy potencjał do niewielkiego wzrostu zatrudnienia w 2025, rzędu 0,2%.
- Prognozy podaży pracy pozostają jednoznacznie negatywne – w najbliższych kilku latach podaż pracy będzie kurczyć się o ok. 130 tys. osób rocznie, następnie tempo spadku wyhamuje w okolice kilkudziesięciu tysięcy rocznie.

Czy na pewno korzystamy ze wszystkich zasobów?

Przyczyny nieaktywności zawodowej
w Polsce na tle UE



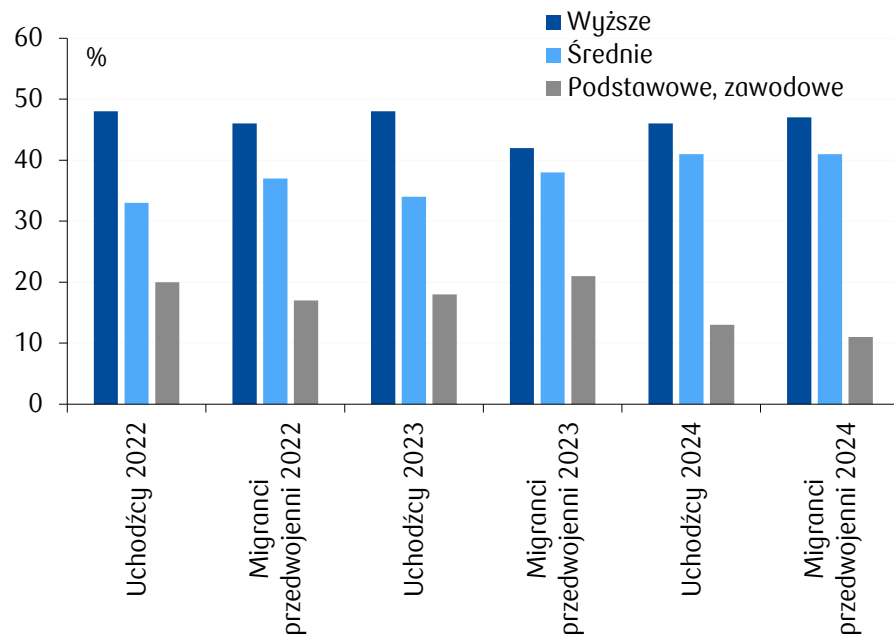
Odsetek dzieci do lat 3 nieobjętych formalną opieką



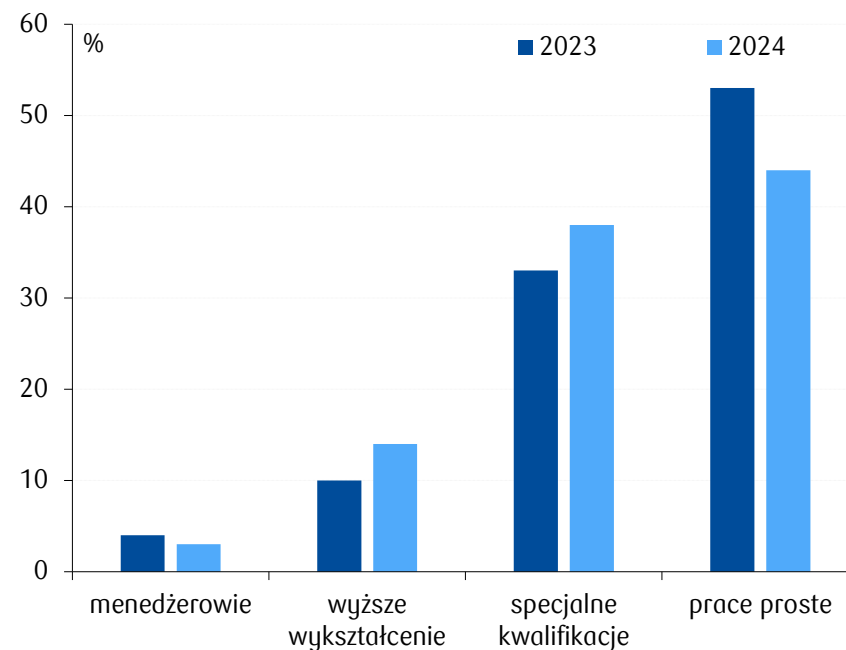
- W warunkach niekorzystnych prognoz dla dynamiki rynku pracy, warto zwrócić uwagę na punkt startowy tych procesów. Na tle Europy wciąż relatywnie duży odsetek osób w Polsce pozostaje nieaktywnych zawodowo ze względu na opiekę nad członkiem rodziny (blisko 2x więcej niż w UE), a odsetek dzieci do lat 3 objętych w jakimkolwiek wymiarze czasu formalną opieką jest o blisko 25% niższy niż średnio w UE.
- Zrównanie odsetka osób w Polsce, które pozostają nieaktywne z powodu opieki nad członkiem rodziny, do poziomu odsetka dla strefy euro, skutkowałoby zwiększeniem podaży pracy o ok. 113 tys. osób.

Migranci mogą łagodzić niedobory wykwalifikowanych pracowników

Wykształcenie imigrantów



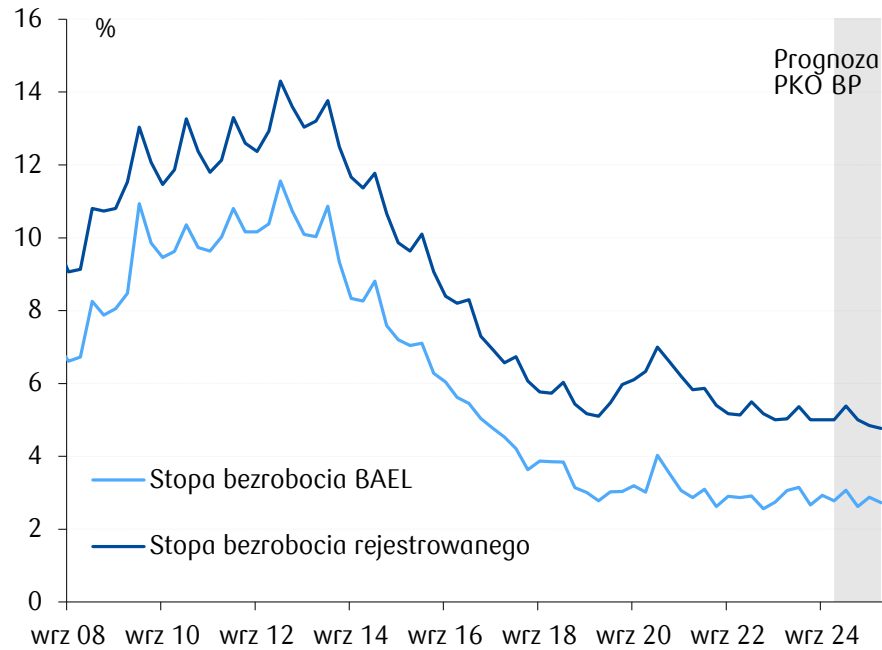
Kwalifikacje wykorzystywane przez migrantów



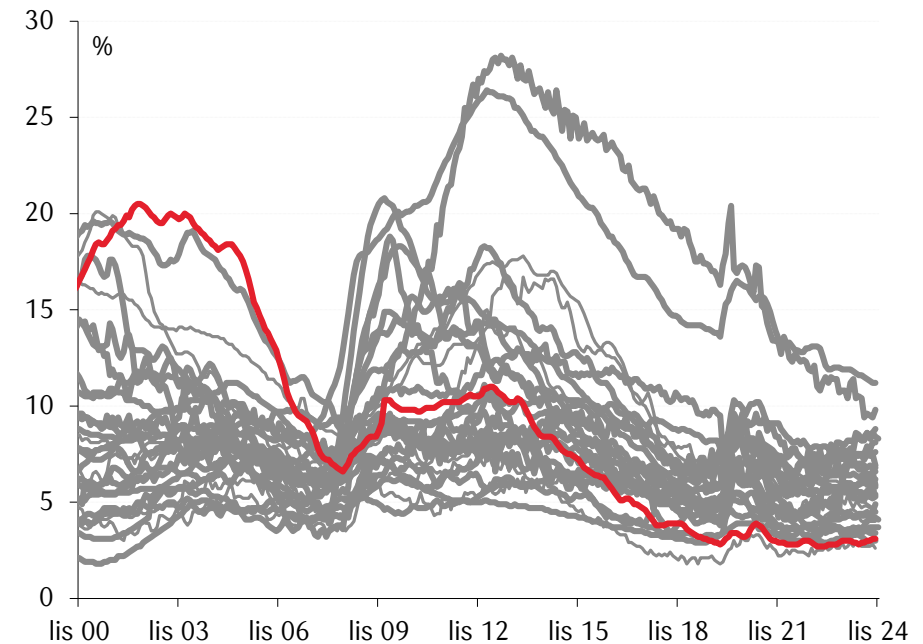
- Napływ migrantów, przede wszystkim z Ukrainy, istotnie łagodził napięcia na rynku pracy w ostatnich latach. Żaden z realistycznych scenariuszy prognostycznych nie wskazuje jednak, aby migracja mogła rozwiązać problemy starzejącego się polskiego społeczeństwa.
- Badanie przeprowadzone przez NBP pokazuje, że pomimo relatywnie wysokiego odsetka osób z wykształceniem wyższym wśród migrantów z Ukrainy, blisko połowa z nich wykonuje prace proste, nie wykorzystując w pełni swoich kompetencji. W średnim okresie właśnie ta grupa pracowników mogłaby łagodzić bariery związane z niedoborami wykwalifikowanej kadry, choć najpewniej wiązałoby się to z koniecznością wsparcia ze strony administracji krajowej w tym procesie (np. ułatwienie formalności związanych z uznaniem ważności tytułów zawodowych, dyplomów itp.)

Stopa bezrobocia prawdopodobnie jest blisko twardego dna

Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL



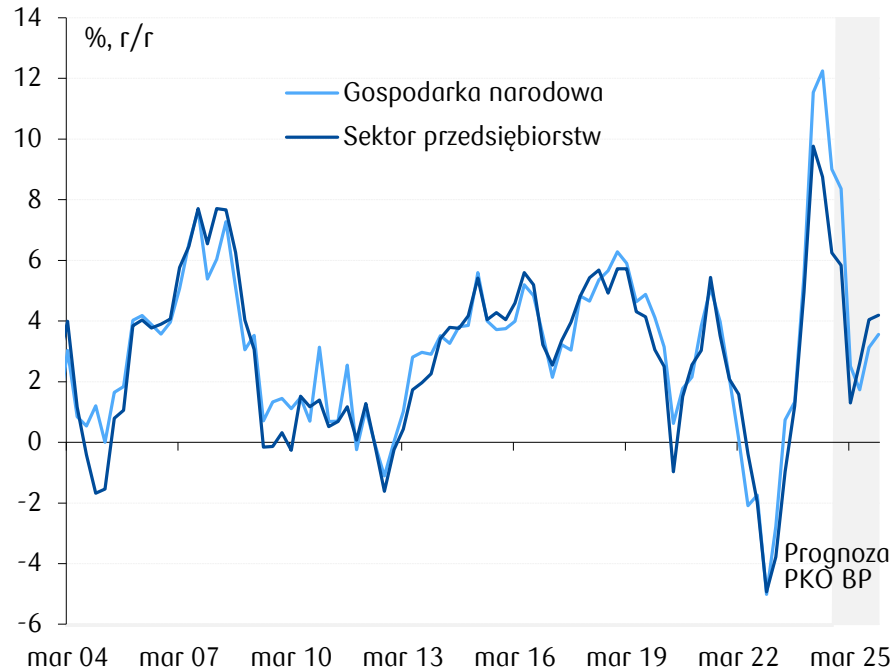
Zharmonizowana stopa bezrobocia w UE
(Polska na tle innych państw UE)



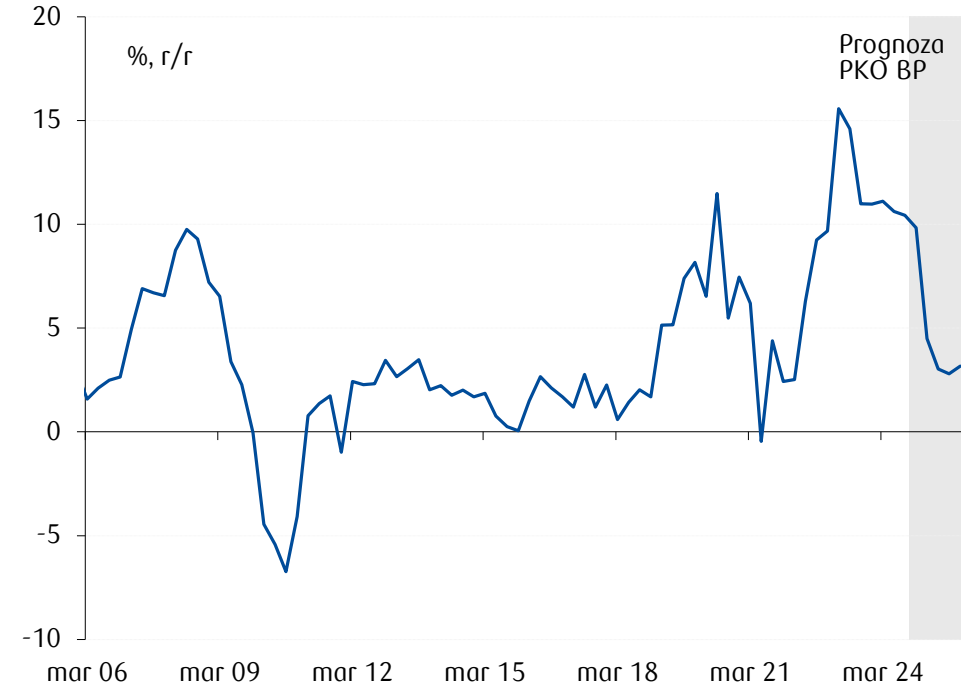
- Pomimo spadku zatrudnienia, stopa bezrobocia pozostaje zbliżona do historycznych minimów. Z jednej strony jest to zasługa redukcji zatrudnienia obejmującej pracowników wycofujących się z rynku pracy (przede wszystkim emerytów czy pracowników tymczasowych). Z drugiej strony, dalszy spadek stopy bezrobocia będzie ograniczany przez negatywne trendy demograficzne, obniżające liczbę osób aktywnych zawodowo, co powoduje, że stopa bezrobocia efektywnie jest bliska swojego „dolnego ograniczenia”.

W 2025 płace zejdą na drugi plan

Dynamika realna płac



Dynamika jednostkowych kosztów pracy



- Czynniki regulacyjne, które podbiły dynamikę wynagrodzeń w 2024 (hojna podwyżka płacy minimalnej oraz wynagrodzeń w sferze budżetowej), będą odpowiadać za spowolnienie wzrostu wynagrodzeń w 2025 do jednocyfrowego poziomu.
- Wraz z cyklicznym ożywieniem wydajności pracy dynamika jednostkowych kosztów pracy także wyraźnie wyhamuje.



Bank Polski

#6 Gospodarcze skutki powrotu Donalda Trumpa

Najważniejsze postulaty

Zniesienie wprowadzonego przez J.Bidena *Electric Vehicle Mandate* – regulacji, która miała zwiększyć udział samochodów elektrycznych w sprzedaży nowych samochodów ogółem

Zniesienie ograniczeń i zwiększenie krajowego wydobycia ropy naftowej i gazu ziemnego, zwiększenie produkcji energii ze źródeł jądrowych

Przeprowadzenie największej w historii USA deportacji nielegalnych migrantów (według szacunków miałyby to oznaczać deportację kilkunastu milionów osób)

Przedłużenie obniżek podatków wprowadzonych w *Tax Cuts and Jobs Act*

Ograniczenie wsparcia zbrojnego dla Ukrainy

Ograniczenie importu samochodów z Chin

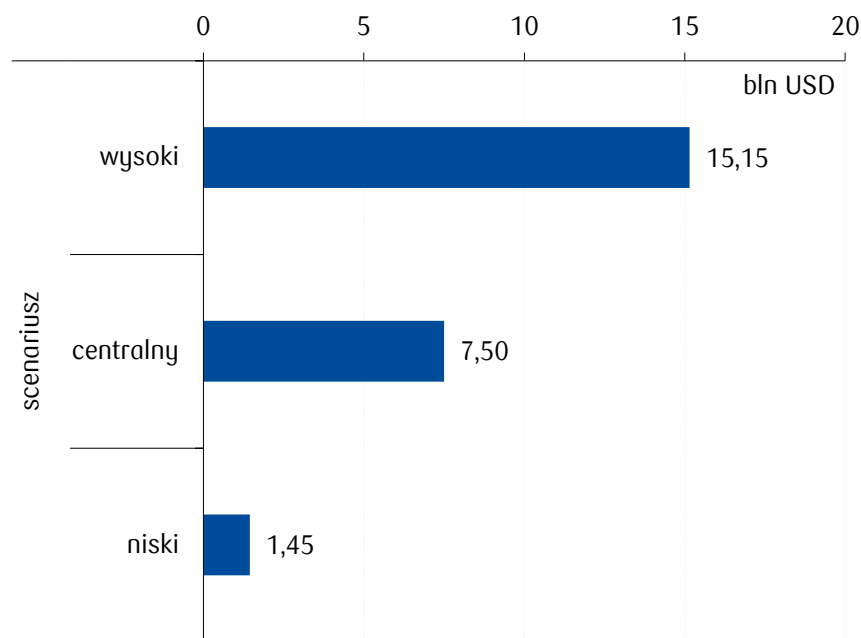
Cła: 10% na cały import, 60% na import z Chin, 25% na import z Meksyku i Kanady*

- Druga kadencja D.Trumpa to przede wszystkim znaczący wzrost niepewności. W miarę zbliżania się inauguracji prezydentury prezydent elekt wycofywał się z wyborczych propozycji, m.in. nie zakłada już zakończenia wojny w Ukrainie w ciągu 1 dnia, a w ciągu 6 miesięcy. Podobnie cła importowe mają być jedynie narzędziem negocjacyjnym do wywierania presji na partnerach handlowych USA. W ostatnim czasie D.Trump wypowiadał się również na temat roszczeń terytorialnych USA wobec Grenlandii (terytorium zależne Danii), Kanady (która miałyby stać się kolejnym stanem USA) i Kanału Panamskiego, nie wykluczając przy tym użycia przymusu ekonomicznego i/lub zbrojnego.

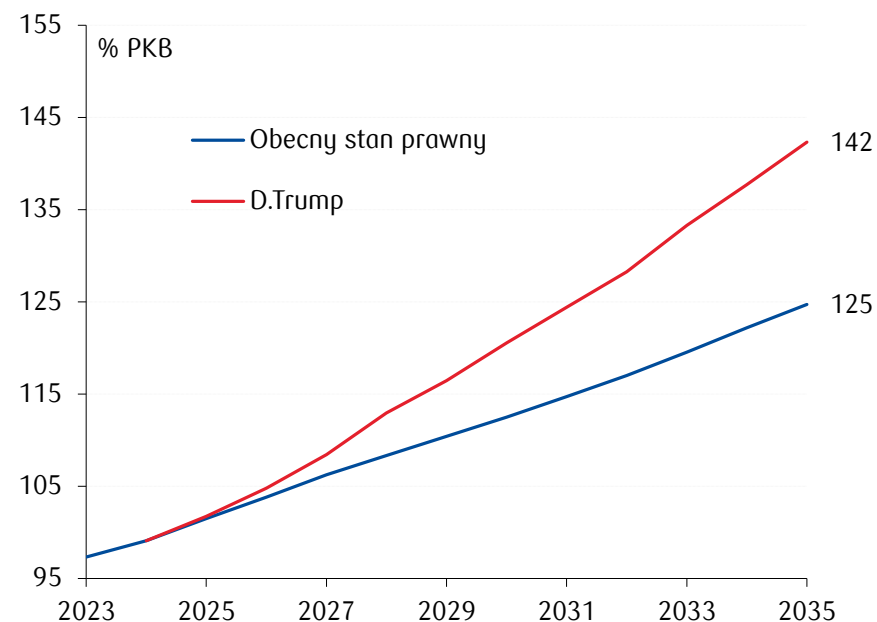
*D.Trump zagroził również nałożeniem ceł importowych na państwa BRICS.

Wzrost deficytu i zadłużenia

Szacunkowy wpływ programu D.Trumpa na pogłębienie deficytu fiskalnego w latach 2026-35



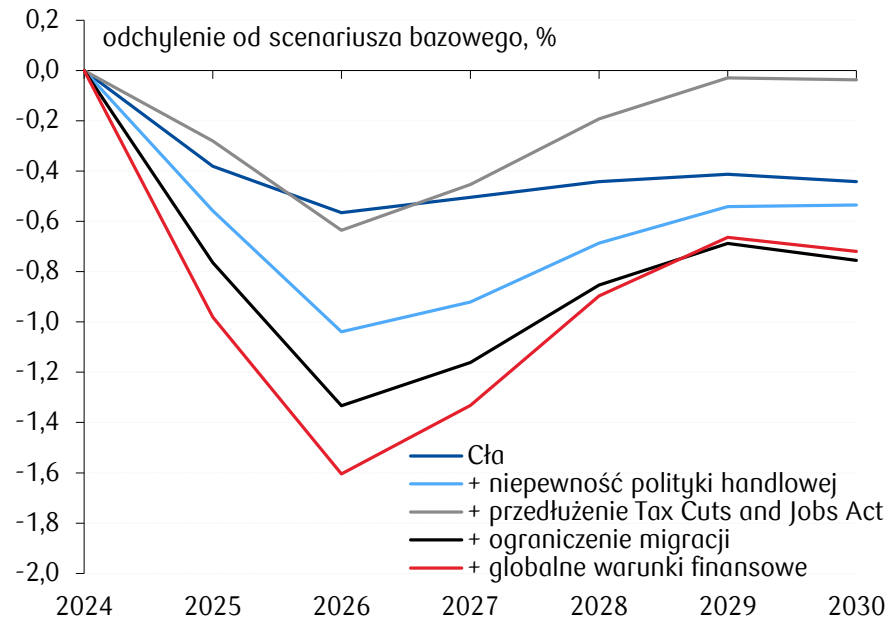
Szacunkowy wpływ programu D.Trumpa na wzrost długu publicznego



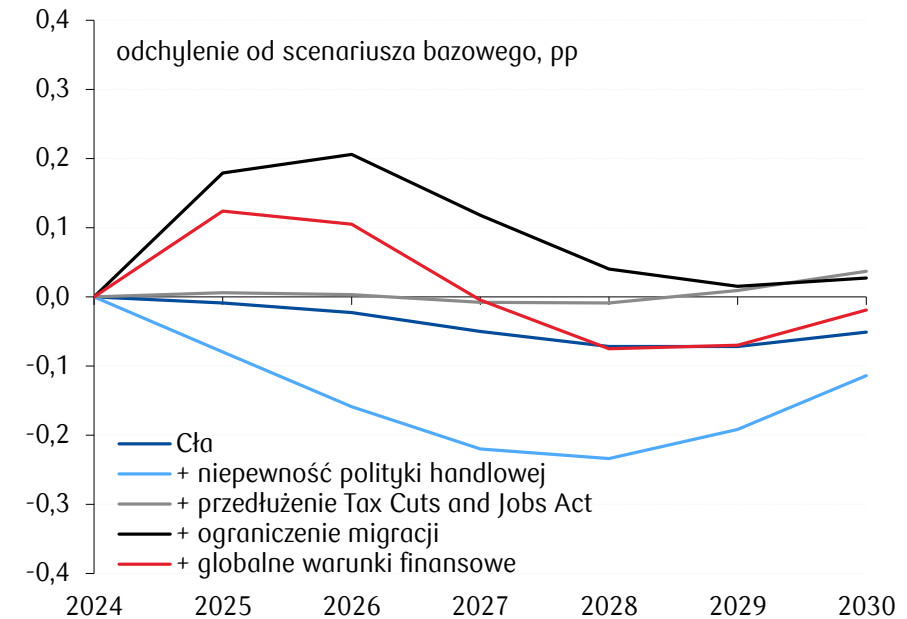
- Przedwyborcze szacunki Committee for a Responsible Federal Budget wskazują, że program D.Trumpa zwiększyłby deficyt fiskalny w ciągu 10 lat o łącznie około 7,5 bln USD, zaś zależnie od realizacji wybranych postulatów przedział ten sięga od 1,45 do nawet 15,15 bln USD. Jednocześnie program Republikanina oznacza podwyższenie ścieżki długu publicznego względem obecnego stanu prawnego – w 2035 zadłużenie byłoby wyższe o 17,6% PKB niż w scenariuszu zakładającym status quo.
- Prognozowana ekspansja fiskalna i zwiększenie zadłużenia oznaczają nie tylko zwiększanie presji inflacyjnej, ale również presji na wzrost rentowności obligacji, które od wyborów wzrosły o kilkadziesiąt punktów bazowych.

Wyższa inflacja i niższy PKB w USA

Skumulowany wpływ programu D.Trumpa na poziom PKB w USA



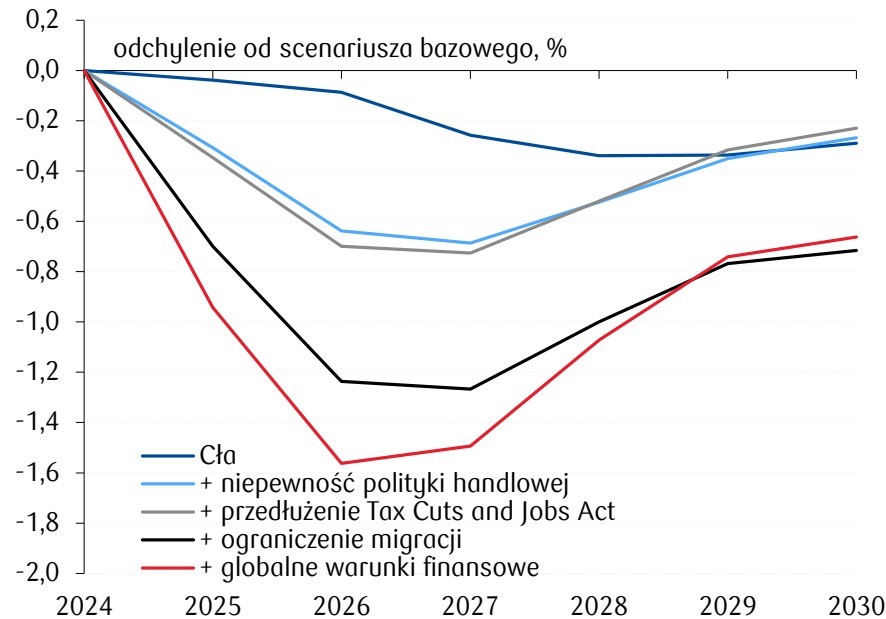
Wpływ programu D.Trumpa na inflację w USA



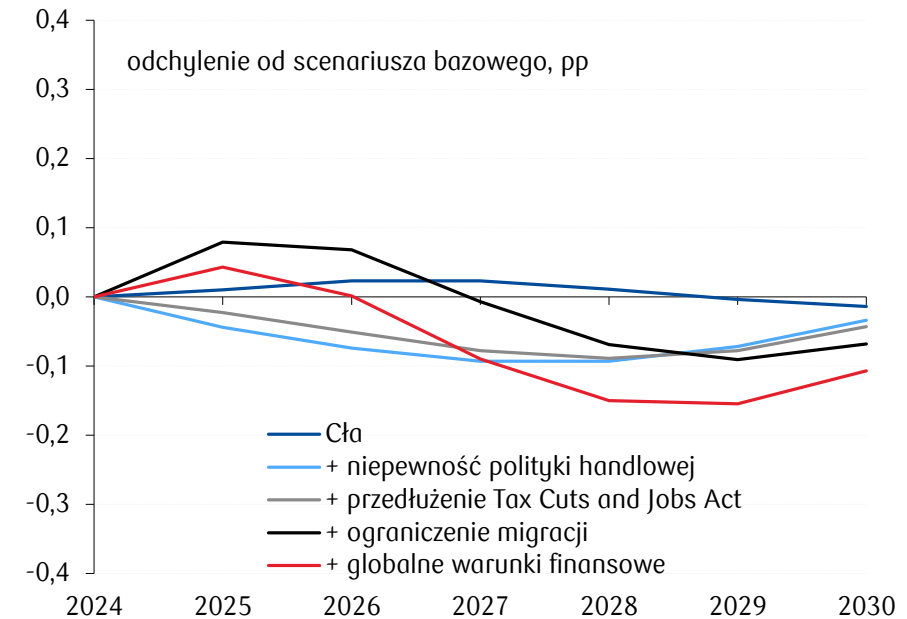
- Prezentowane wykresy dotyczą wpływu scenariusza A (MFW) na poziom PKB oraz inflację w USA i strefie euro. Scenariusz A zakłada: (1) globalny wzrost cen o 10% - w USA, strefie euro i Chinach; (2) wzrost niepewności co do przyszłych polityk handlowych w odpowiedzi na wzrost cen; (3) przedłużenie wygasających przepisów Tax Cuts and Jobs Act, co przełoży się na niższe opodatkowanie przedsiębiorstw w USA; (4) dalsze zmniejszenie salda migracji; (5) pogorszenie globalnych warunków finansowych, w tym wyższe stopy procentowe w USA.

Niższy PKB w Europie

Skumulowany wpływ programu D.Trumpa
na poziom PKB w strefie euro



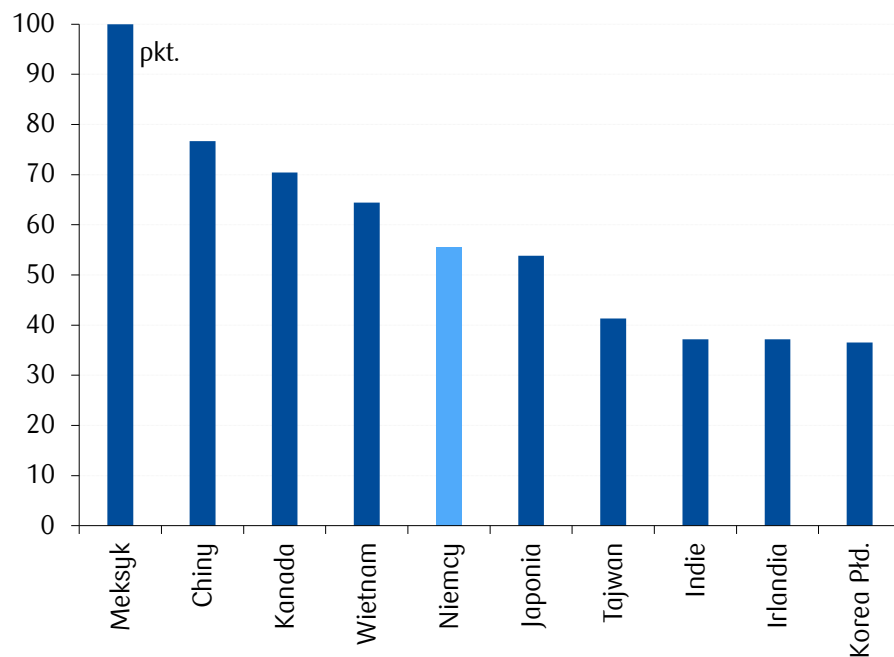
Wpływ programu D.Trumpa na inflację w strefie euro



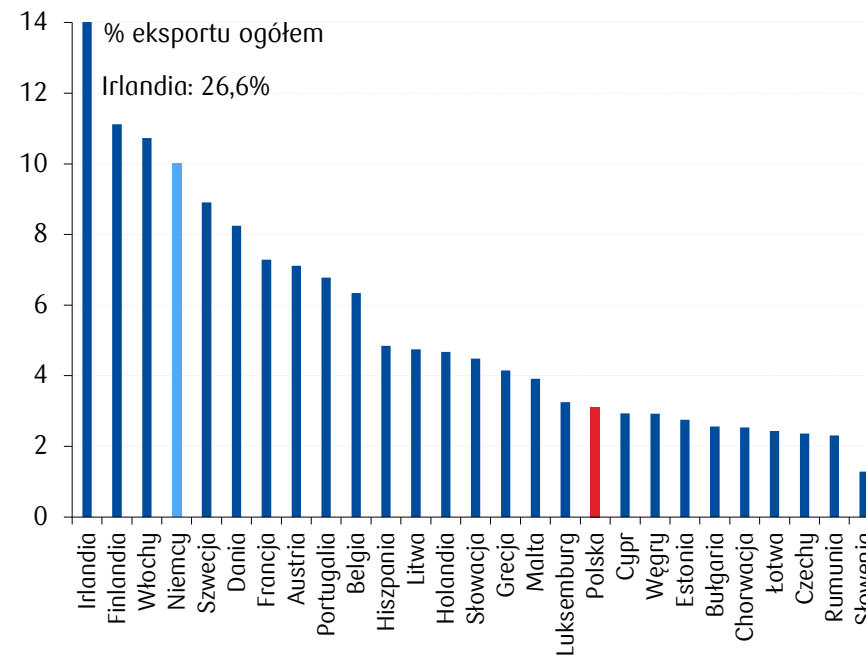
- Prezentowane wykresy dotyczą wpływu scenariusza A (MFW) na poziom PKB oraz inflację w USA i strefie euro. Scenariusz A zakłada: (1) globalny wzrost ceł o 10% - w USA, strefie euro i Chinach; (2) wzrost niepewności co do przyszłych polityk handlowych w odpowiedzi na wzrost ceł; (3) przedłużenie wygasających przepisów Tax Cuts and Jobs Act, co przełoży się na niższe opodatkowanie przedsiębiorstw w USA; (4) dalsze zmniejszenie salda migracji; (5) pogorszenie globalnych warunków finansowych, w tym wyższe stopy procentowe w USA.
- Połączenie zmian związanych z realizacją postulatów D.Trumpa będzie stanowić szok stagflacyjny opierający się jedną nogą w USA, a drugą w Europie.

Cios wymierzony w głównych partnerów handlowych

Indeks „ryzyka Trumpa”
według Economist Intelligence Unit



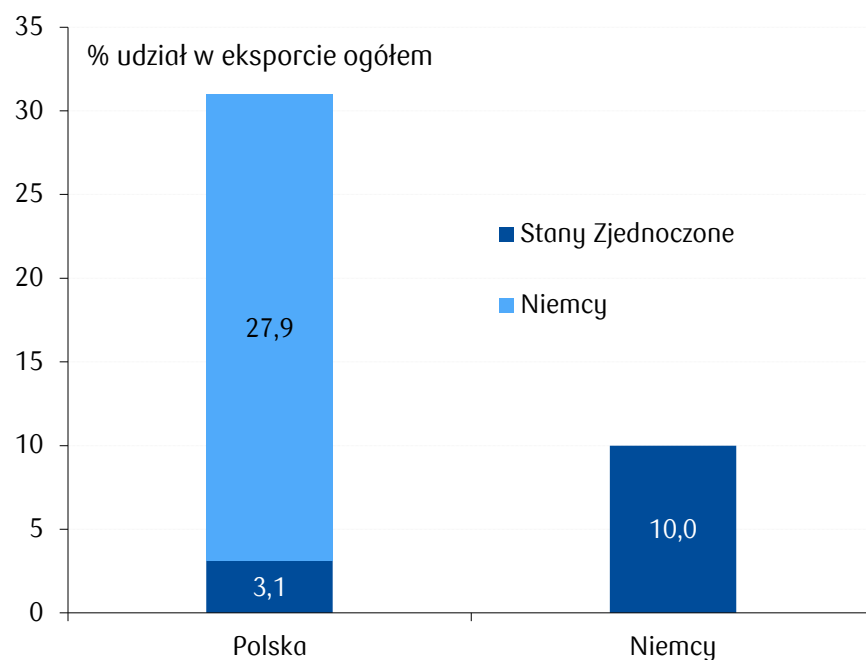
Udział USA w eksporcie towarów państw UE



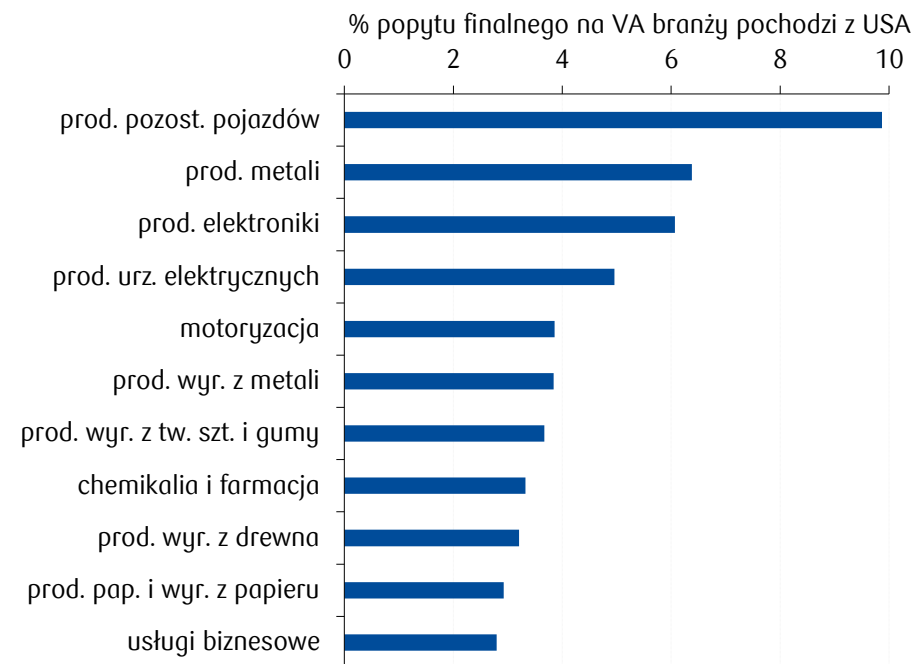
- Wśród 3 państw najsilniej narażonych na negatywne skutki polityk D.Trumpa znajdują się sąsiedzi USA – Meksyk i Kanada – z którymi Stany Zjednoczone są bardzo silnie związane gospodarczo i handlowo, a jednocześnie oba te państwa mają względem USA nadwyżkę na rachunku towarowym, co czyni je celem prezydenta-elekta, który chce ograniczyć deficyt towarowy. W Europie skutki zmiany władzy za oceanem najdotkliwiej odczują Niemcy, dla których USA są najważniejszym partnerem handlowym.

Bezpośrednie i pośrednie pogorszenie sytuacji polskich eksporterów

Udział eksportu do USA (i Niemiec)
w eksporcie Niemiec i Polski ogółem



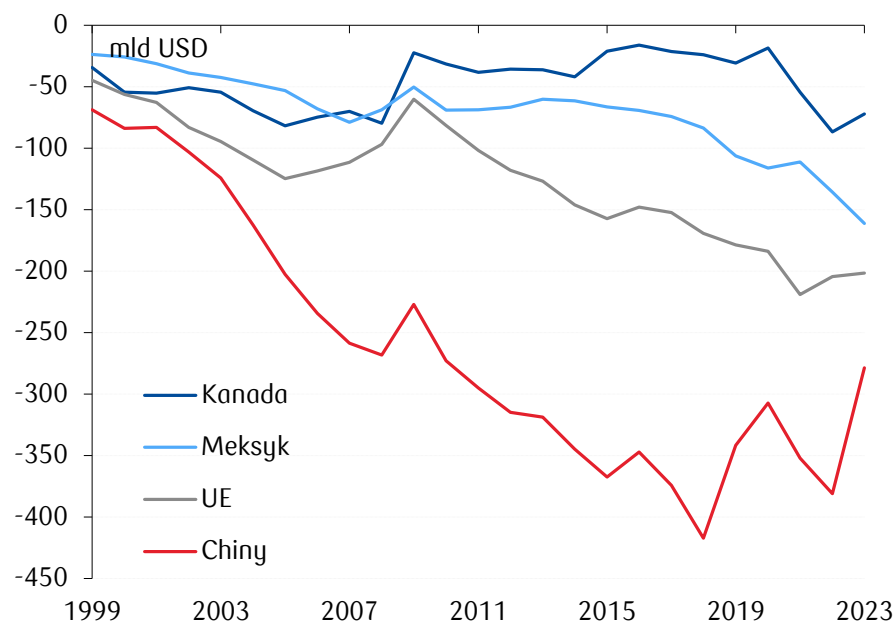
Udział USA w popycie finalnym na wartość dodaną
wytworzaną w Polsce według działów PKD



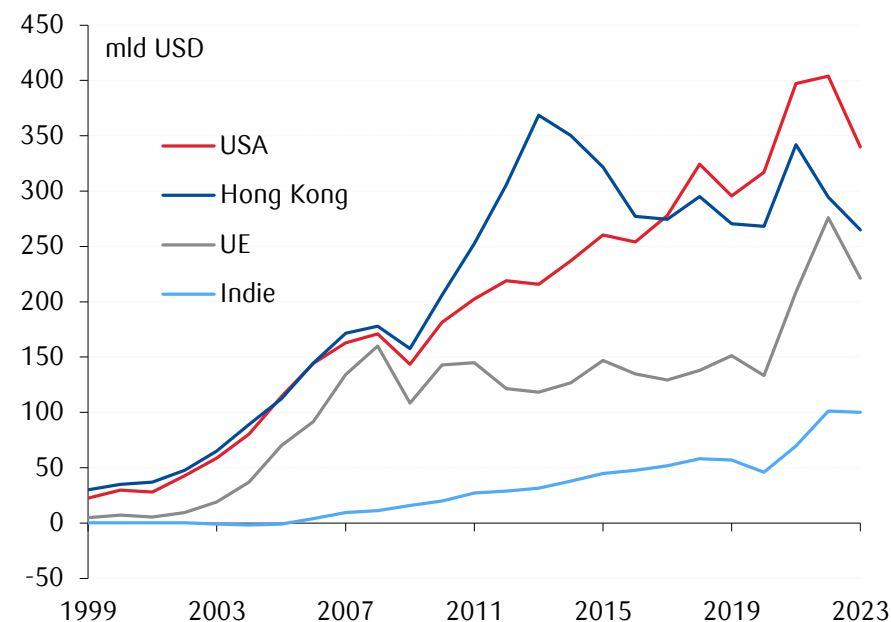
- Eksport do USA stanowi jedynie 3,1% polskiego eksportu ogółem, tym samym bezpośrednie konsekwencje wprowadzenia wyższych cł na towary europejskie byłyby dla Polski ograniczone. Jednakże z powodu ścisłego gospodarczego powiązania Polski z Niemcami, dla których USA są najważniejszym odbiorcą eksportu, całkowity efekt zmian proponowanych przez republikańskiego kandydata byłby większy.

Planowana redukcja deficytu towarowego

Saldo handlu towarami USA względem wybranych państw/regionów



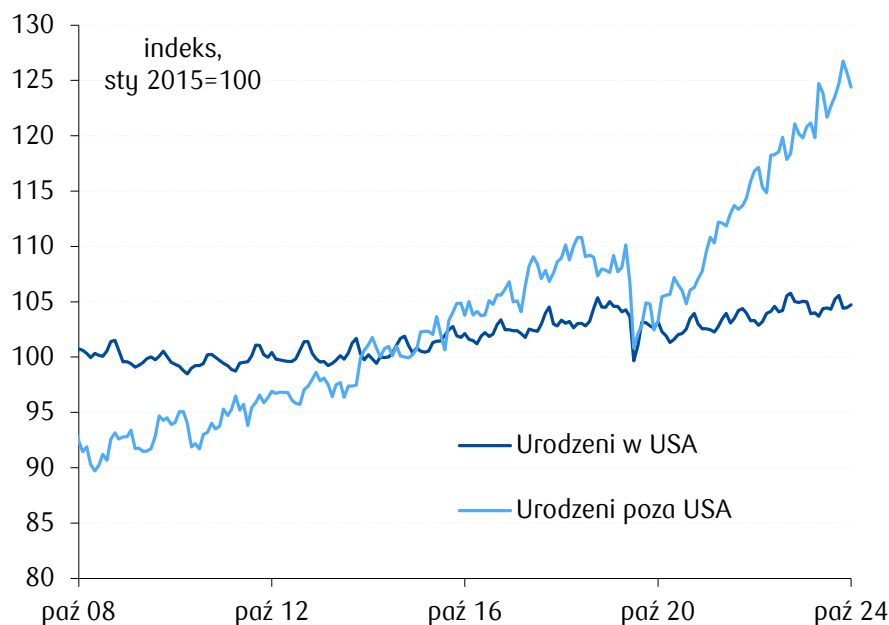
Saldo handlu towarami i usługami Chin względem wybranych państw/regionów



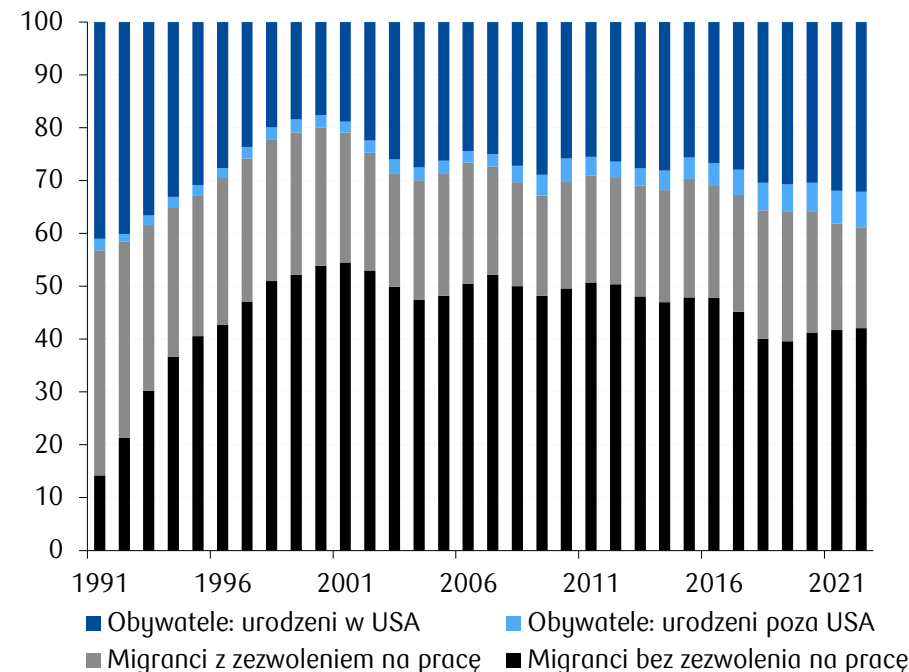
- D.Trump w medialnych wypowiedziach kładzie silny nacisk na redukcję deficytu towarowego USA (który w 2023 sięgnął ponad 1 bln USD), budując przy tym (fałszywą) narrację, że Stany Zjednoczone są z tego powodu „przegrany”. Samo wprowadzenie wyższych ceł może jednak nie wystarczyć do zbalansowania salda na rachunku obrotów bieżących, a badania wskazują, że podnoszenie ceł prowadzi do spadków krajowej produkcji i produktywności, skutkuje również większym bezrobociem, wyższymi nierównościami i aprecjacją realnego kursu walutowego, a ma jedynie niewielki wpływ na bilans handlowy (Furceri, Hannan, Ostry & Rose, 2019, IMF Working Paper).

Problemy z zatrudnieniem i zapaść krajowego rolnictwa

Zatrudnieni w USA według miejsca urodzenia



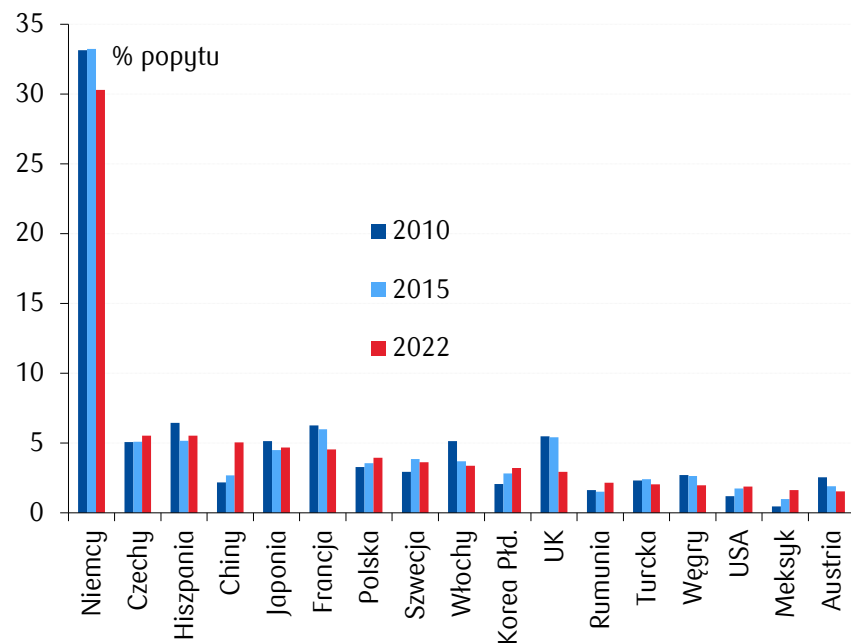
Status prawny pracowników rolnych w USA (3-letnia śr. krocząca)



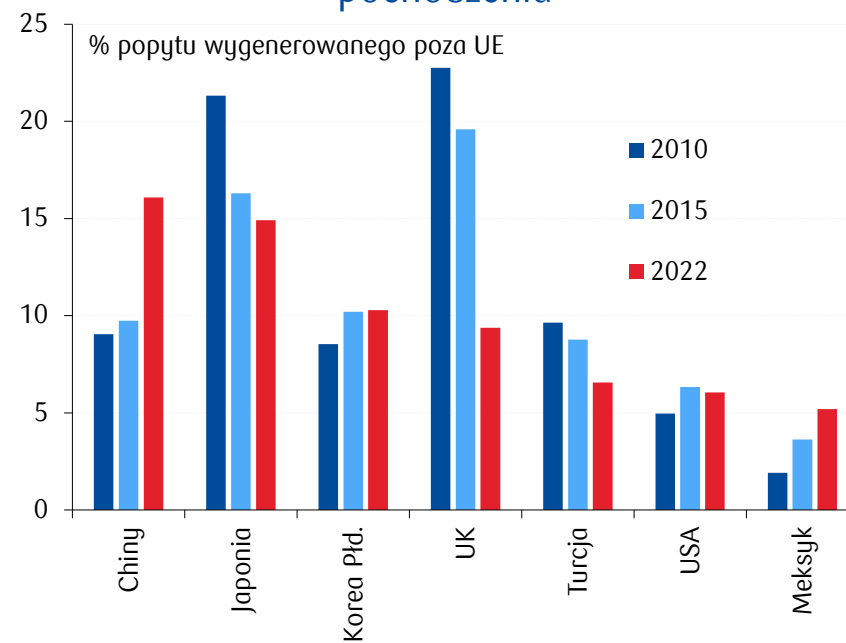
- Ogłoszony program deportacji nielegalnych migrantów według szacunków może objąć kilkanaście milionów osób (kilka % populacji USA). Deportacja o tak wielkiej skali byłaby niezwykle kosztowna i trudna do zorganizowania, a ponadto zachwiałaby sytuacją na rynku pracy, nasilając presję inflacyjną. Warto zauważyć, że wzrost zatrudnienia w USA w ostatnich kilkunastu latach dotyczył przede wszystkim osób urodzonych poza USA, których odsetek w ogóle zatrudnionych wzrósł w 2024 do 19% z 15% w 2007.
- W szczególnie trudnej sytuacji znalazłoby się rolnictwo, gdzie w latach 2020-2022 aż 42% zatrudnionych stanowili migranci bez zezwolenia na pracę (a kolejne 19% migranci z zezwoleniem na pracę w USA).

Próba wzmocnienia amerykańskiej motoryzacji w walce z Chinami

Wartość dodana w przemyśle motoryzacyjnym UE
wg kraju pochodzenia popytu



Wartość dodana w przemyśle motoryzacyjnym UE
generowana przez popyt spoza UE wg kraju
pochodzenia



- Dynamicznie rozwijający się chiński przemysł motoryzacyjny, szczególnie segment samochodów elektrycznych, zagraża producentom w USA. Prezydent-elekt chce zniesienia Electric Vehicle Mandate (regulacji, która miała zwiększyć udział samochodów elektrycznych w sprzedaży nowych samochodów) oraz ograniczenia importu samochodów z Chin.
- Uwaga: Wartości prezentowane na wykresie po prawej stronie dotyczą udziału wybranych państw w popycie pozaunijnym na wartość dodaną w przemyśle motoryzacyjnym UE, która łącznie stanowi 31,4% popytu ogółem, natomiast za pozostałe 68,6% tej wartości odpowiada popyt z UE.

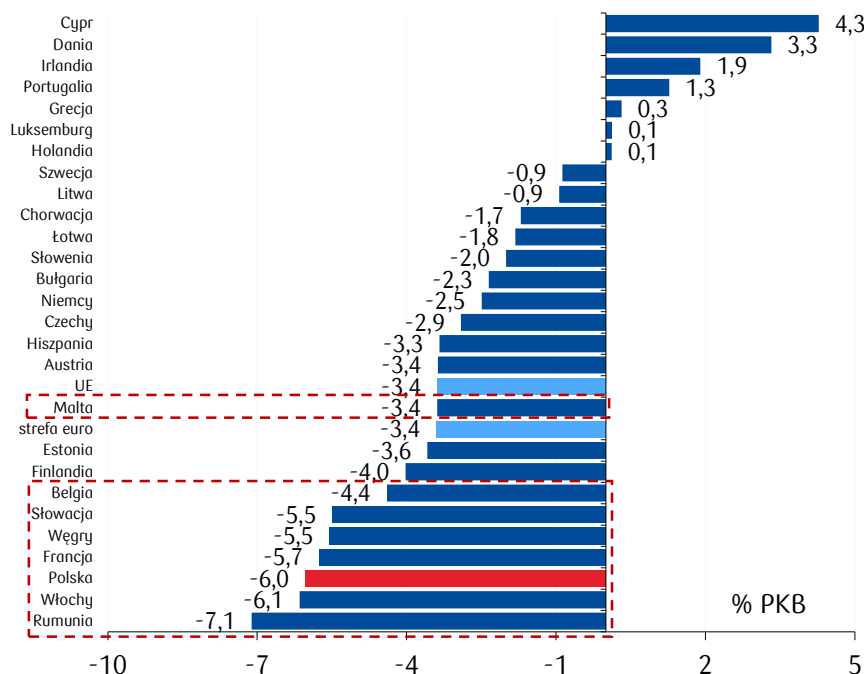


Bank Polski

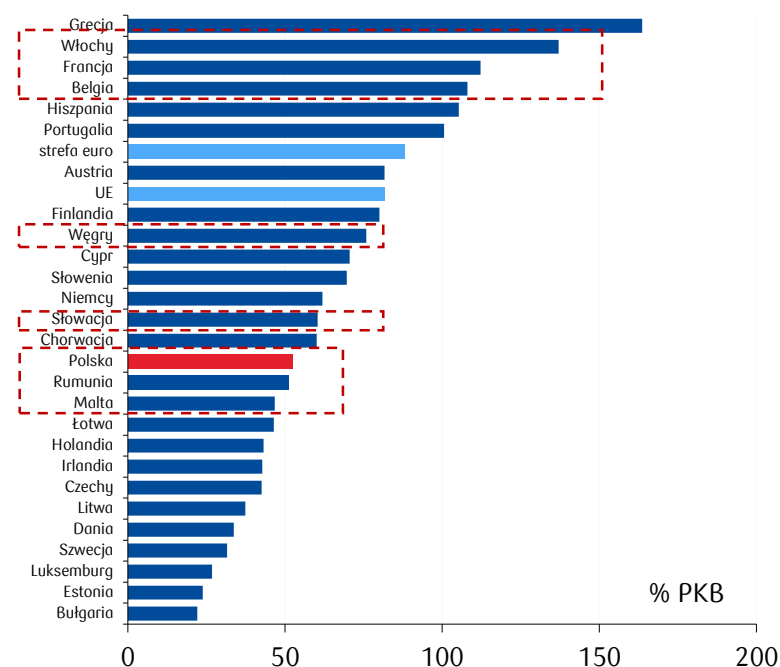
#7 Procedura naprawcza finansów publicznych

Daleka droga do fiskalnej równowagi

Saldo fiskalne w 2q24 w UE (suma krocząca 4q)



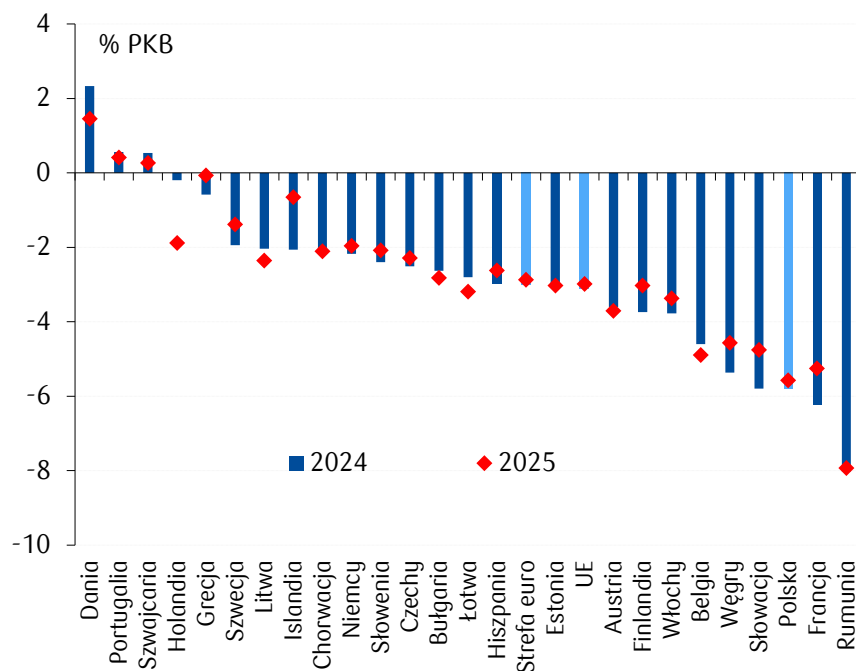
Dług publiczny w 2q24



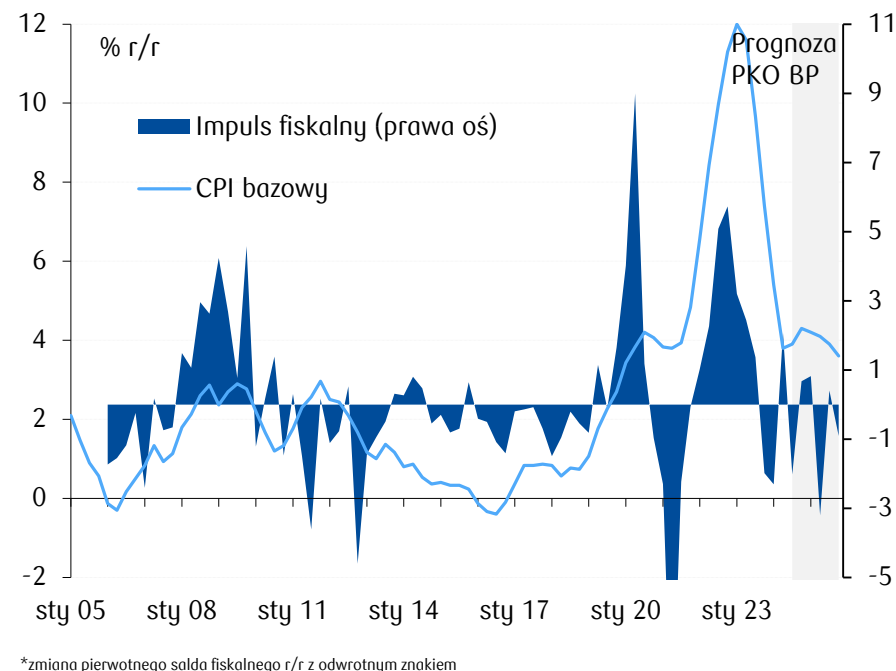
- Sytuacja fiskalna Polski ulega systematycznemu pogorszeniu na tle innych państw UE. Jesteśmy na podium w kategorii państw UE z największym deficytem. Deficyt po 2q24 wyniósł 6,0% PKB, przekraczając dwukrotnie granicę 3% PKB wyznaczoną przez Komisję Europejską. Ministerstwo Finansów oczekuje, że w całym 2024 deficyt wyniesie 5,7% PKB, nasze szacunki zakładają 6,1% PKB.
- W 2024 wobec Polski oraz 6 innych państw (zaznaczanych na wykresach) rozpoczęta została procedura nadmiernego deficytu (PND; wobec Rumunii kontynuowano wcześniej rozpoczętą procedurę). W Średniookresowym Planie Budżetowo-Strukturalnym na lata 2025–2028 Polska przyjęła 4-letni plan naprawczy, który ma doprowadzić do redukcji deficytu do 2,8% PKB w 2029.
- Pod względem relacji długu publicznego do PKB Polska plasuje się w połowie rankingu państw UE, z wynikiem 52,3% PKB po 2q24 i wzrostem do 53,5% PKB po 3q24.

Perspektywy na 2025

Prognoza KE salda fiskalnego na 2025



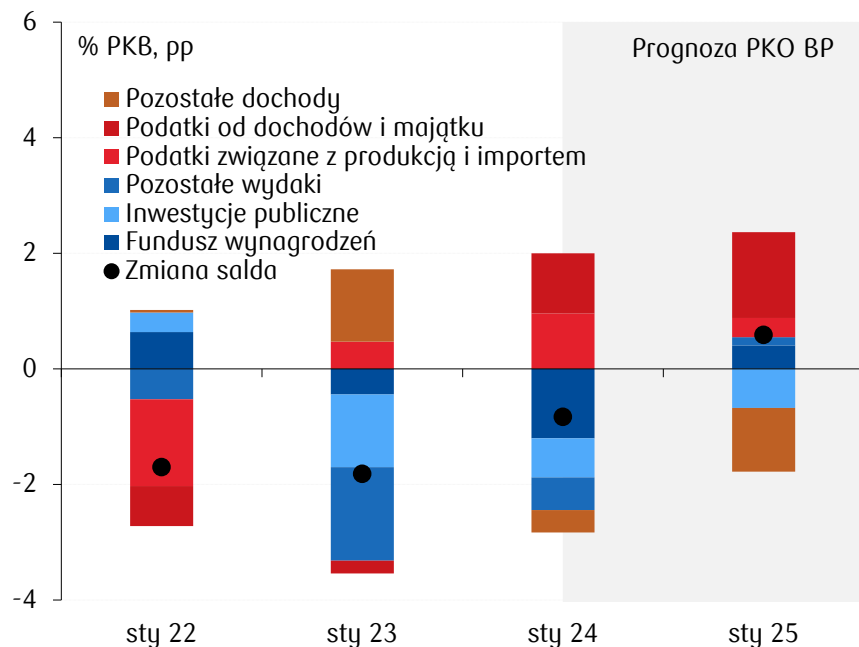
Impuls fiskalny* na tle inflacji bazowej



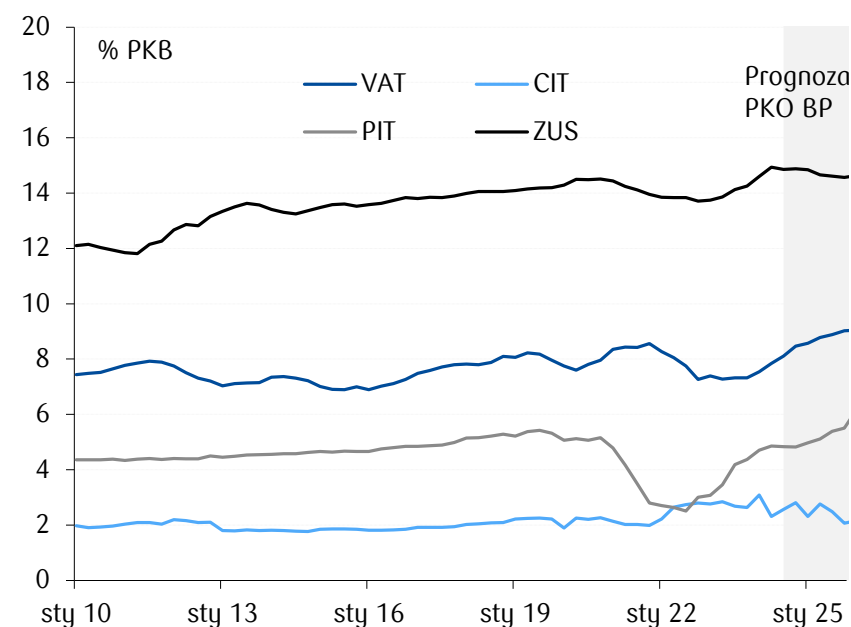
- Zgodnie z listopadowymi prognozami Komisji Europejskiej (zaktualizowanymi i dostępnymi w bazie AMECO) deficyt fiskalny Polski w latach 2024–2025 pozostanie jednym z najwyższych w Unii. Ministerstwo Finansów nie planuje istotnej konsolidacji w 2025, co powinno przełożyć się na deficyt na poziomie 5,5% PKB – podobny wynik zakładają prognozy KE oraz PKO BP. Resort finansów zaznacza, że zasadniczy wysiłek związany z Programem Naprawy Deficytu (PND) zostanie podjęty w kolejnych latach.
- Choć politykę fiskalną wciąż można określić mianem „luźnej”, nie wywoła ona silnego impulsu mogącego ponownie podbić inflację. Warto zauważyć, że istotną część deficytu stanowią wydatki obronne, które nie mają znaczącego wpływu na ceny konsumenckie. Tym samym działania rządu w sferze finansów publicznych mogą nawet nieznacznie ograniczać presję inflacyjną.

Jak uda się zmniejszyć deficyt?

Dekompozycja zmiany salda fiskalnego



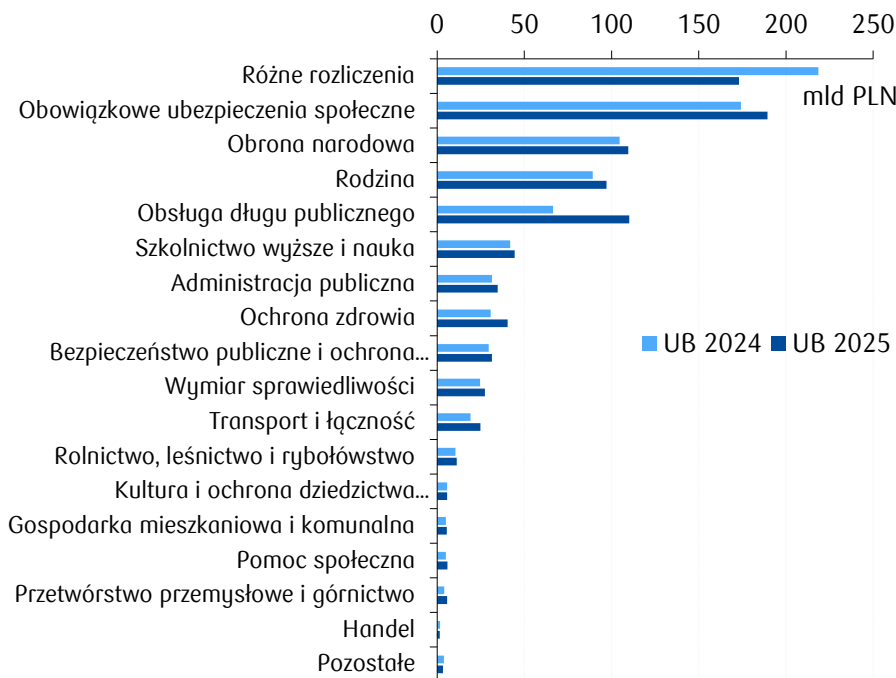
Dochody państwa z największych kategorii podatkowych



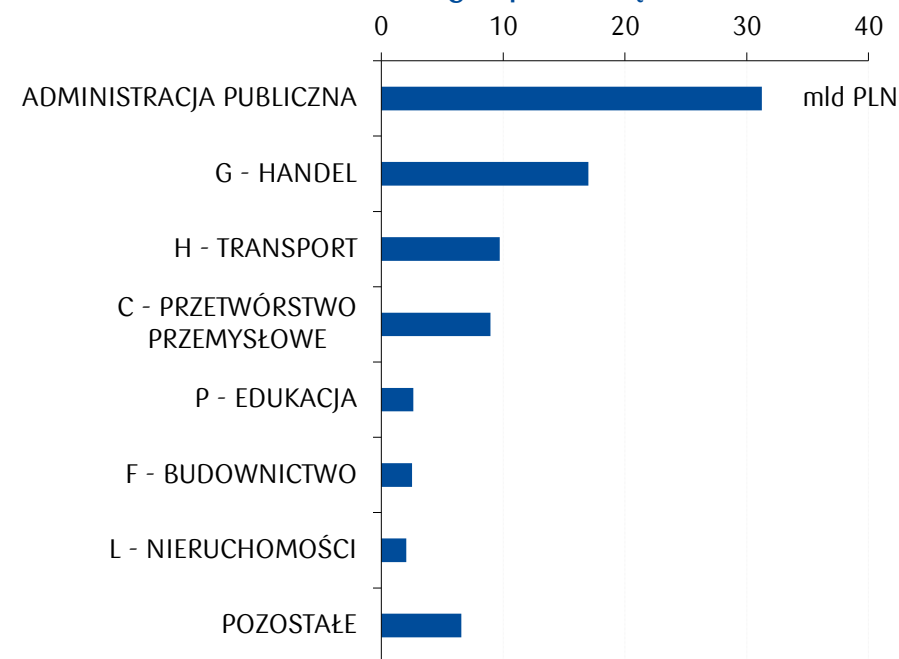
- Redukcja deficytu planowana na 2025 będzie umiarkowana, choć według naszych prognoz spadnie on o 0,5pp PKB, w porównaniu z 0,2pp deklarowanymi przez Ministerstwo Finansów. Część tej poprawy wynika z efektu „wyrastania z deficytu”, czyli rosnących wpływów podatkowych dzięki powiększającej się bazie podatkowej. Dodatkowe wsparcie zapewnią: wolniejszy wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym (5% wobec 20% w 2024), skromniejsza indeksacja świadczeń oraz stopniowe wygaszanie tarcz antyinflacyjnych.
- Wyzwaniem będą jednak dochody z tytułu podatków dochodowych, które po wyraźnym wzroście w 2024 prawdopodobnie zwolnią. Utrudnieniem będzie także starzenie się społeczeństwa, ograniczające bazę dla podatku PIT i składek na ZUS, przy jednoczesnym wzroście wydatków emerytalnych. Choć problem ten już teraz wpływa na budżet, w przyszłości nabierze on znacznie większego znaczenia.

Dokąd popłyną wydatki rządowe?

Wydatki budżetu państwa wg działów budżetu



Wpływ dodatkowych wydatków budżetu w 2025 na gospodarkę*

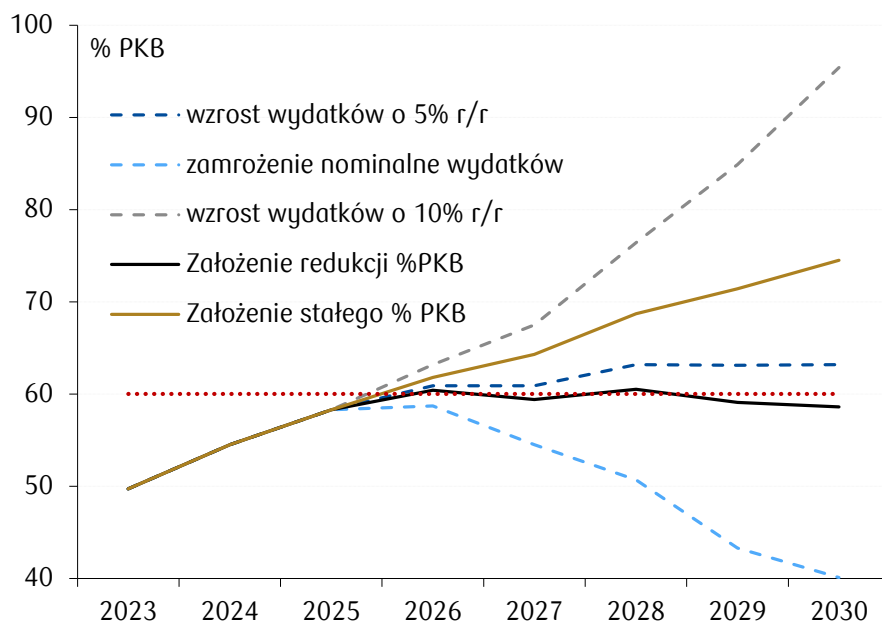


* Oszacowano na podstawie tablic przepływów międzygałęziowych z wykorzystaniem modelu Leontiefa typu II

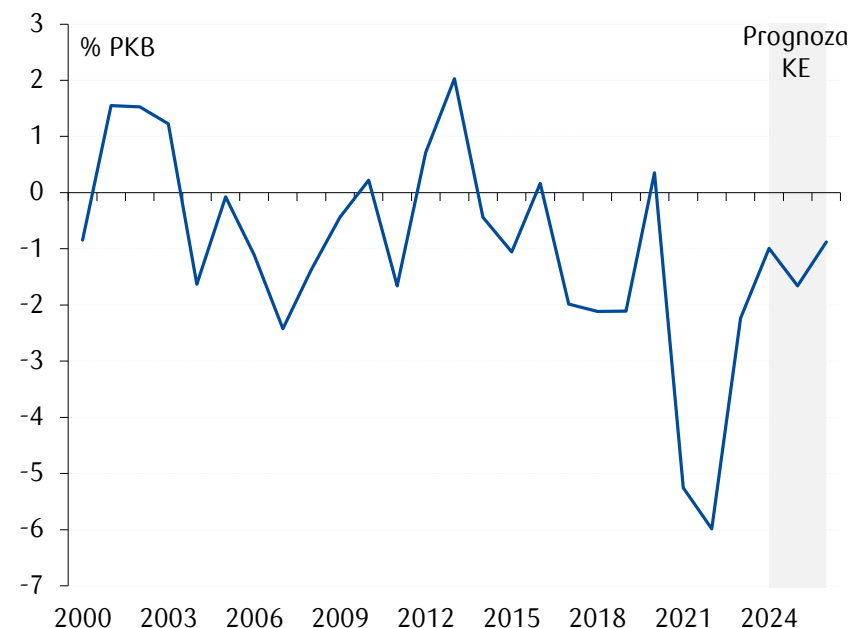
- Zgodnie z planami Ministerstwa Finansów wydatki budżetu państwa w 2025 zostaną obniżone o 0,6pp PKB w porównaniu z poprzednią ustawą, co mimo wszystko w ujęciu nominalnym przekłada się na wzrost o 55,2 mld PLN. Dodatkowe środki zostaną przede wszystkim skierowane na świadczenia społeczne (15 mld PLN), ochronę zdrowia (9,7 mld zł), programy wspierające rodziny (8 mld PLN), rozwój infrastruktury (5,6 mld PLN) oraz obronę narodową (5 mld PLN).
- Nowe wydatki nie ograniczą się do sektora rządowego, ale przełożą się na wyższy popyt w całej gospodarce. Według naszych szacunków przyczynią się one do wzrostu produkcji o 82 mld PLN. Główna część tych środków trafi do szeroko rozumianej administracji publicznej, w tym ochrony zdrowia i obsługi długu. Znaczący wzrost popytu przewidujemy w sektorze handlu, przy założeniu, że środki z tytułu świadczeń społecznych zostaną w dużej mierze skonsumowane. Ponadto fundusze wesprą branżę transportową, przetwórczą oraz budowlaną, czego główną przyczyną są planowane inwestycje w infrastrukturę i obronę narodową.

Trudne scenariusze dla długu publicznego

Symulacja długu publicznego przy założonych scenariuszach dla realizacji wydatków



Efekt śnieżnej kuli w długu publicznym*



* Wskaźnik pokrycia długu przez rozwój gospodarczy – relacja realnej stopy procentowej i realnego wzrostu PKB

- Ministerstwo Finansów zamierza ograniczyć deficyt w relacji do PKB głównie poprzez działania po stronie dochodów, takie jak zmniejszenie szarej strefy, wprowadzenie minimalnego podatku dochodowego czy utrzymanie obecnej skali PIT. Nie wystarczą one jednak, by osiągnąć założony cel, dlatego MF planuje również spowolnienie tempa wzrostu wydatków pierwotnych w sektorze centralnym. Należy jednak pamiętać, że wydatki tego sektora stanowią jedynie ok. 45% całego sektora publicznego, a pozostałe podmioty mogą ograniczać wydatki w mniejszym stopniu. Dodatkowo korzystnym warunkom gospodarczym może zagrozić ewentualny wzrost kosztów finansowania w razie bardziej „jastrzębiego” scenariusza polityki pieniężnej.
- Nasze analizy pokazują, że faktyczny poziom długu publicznego prawdopodobnie ukształtuje się między scenariuszem stałego wzrostu wydatków o 5% rocznie a założeniem stopniowego obniżania ich udziału w PKB. Oznacza to, że osiągnięcie poziomu długu poniżej 60% PKB do 2030 będzie trudne nawet przy optymistycznych założeniach. Bardziej prawdopodobne jest zredukowanie deficytu i długu do akceptowanych przez KE poziomów w perspektywie 7-letniej.

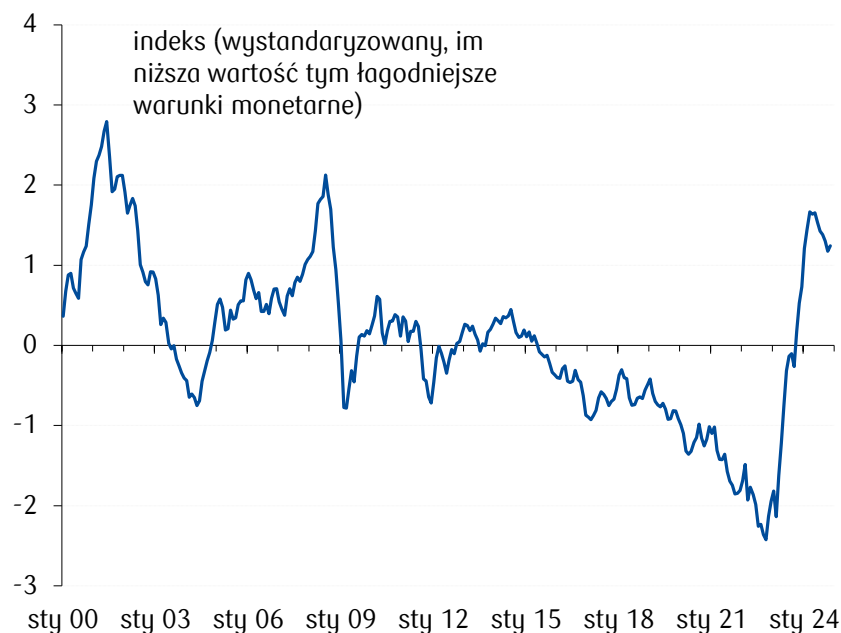


Bank Polski

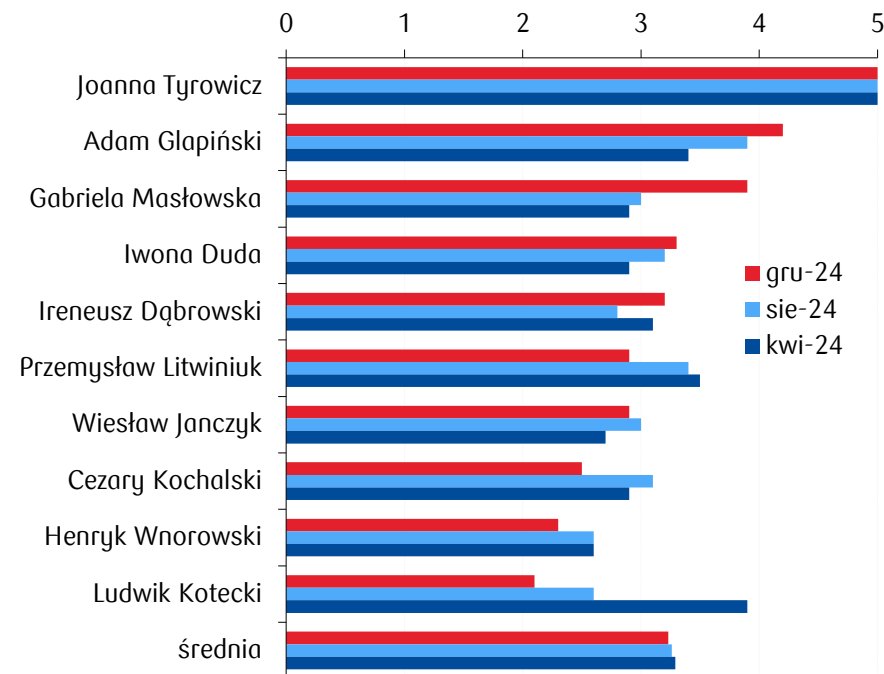
#8 Czy polityka pieniężna pozostanie skrajnie restrykcyjna?

Polityka pieniężna pozostaje mocno restrykcyjna, przy zmieniających się poglądach w ramach RPP

Indeks MCI restrykcyjności polityki pieniężnej



Wskazania „jastrzębiomierza”*



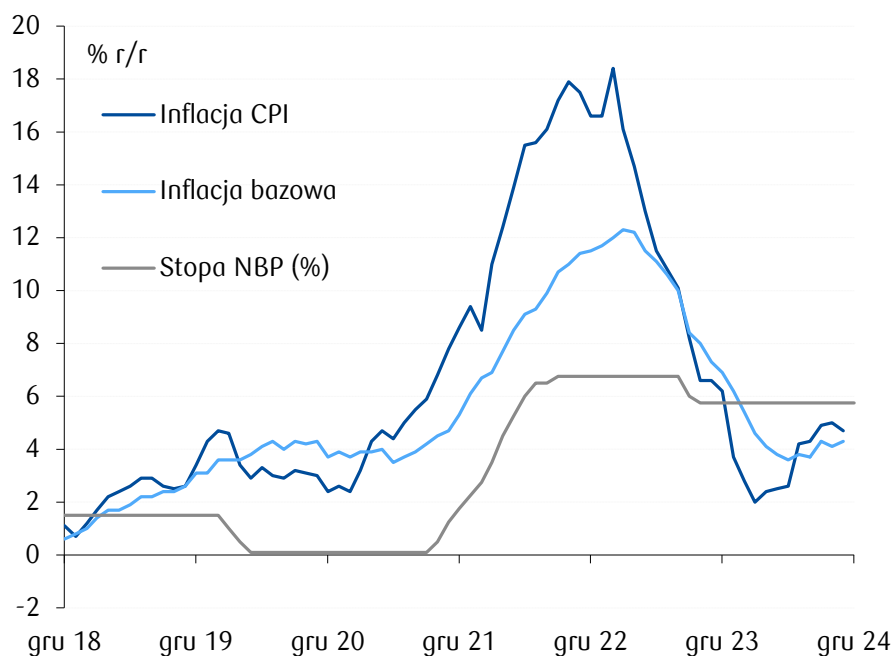
- W 2024 RPP nie zmieniała stóp procentowych, a główna stopa NBP od października 2023 wynosi 5,75%. Pomimo stabilności stóp rok przyniósł wiele zwrotów w komunikacji RPP, w tym głównie Prezesa NBP, który na początku roku podkreślał skuteczność NBP w walce z inflacją i nie wykluczał, że w jego trakcie pojawią się głosy wzywające do obniżek. Wiosną Prezes wskazał warunki, których wypełnienie jest konieczne by stopy spadły (inflacja przestaje rosnąć i osiąga lub jest bliska osiągnięcia trwale celu inflacyjnego), sugerując, że przestrzeń do pierwszej obniżki może się pojawić w 1q25. Lipiec przyniósł ponowne zaostrenie przekazu NBP (pierwsze obniżki w 2026), ale jesienią znowu jako potencjalny moment na rozpoczęcie rozważań o nich wskazano 1q25. W październiku i listopadzie 1q25 wskazywany był już jako potencjalny moment pierwszej obniżki. Ostatni zwrot nastąpił w grudniu, kiedy Prezes NBP ponownie wykluczył jakąkolwiek możliwość obniżki stóp w 2025.
- Łączne nastawienie RPP (mierzone jastrzębiomierzem) nie zmieniło się istotnie w trakcie roku. Obecnie nastawienie 3 członków jest łagodniejsze od neutralnego.

Niższa inflacja i mocniejszy złoty zwiększają skalę restrykcyjności polityki NBP

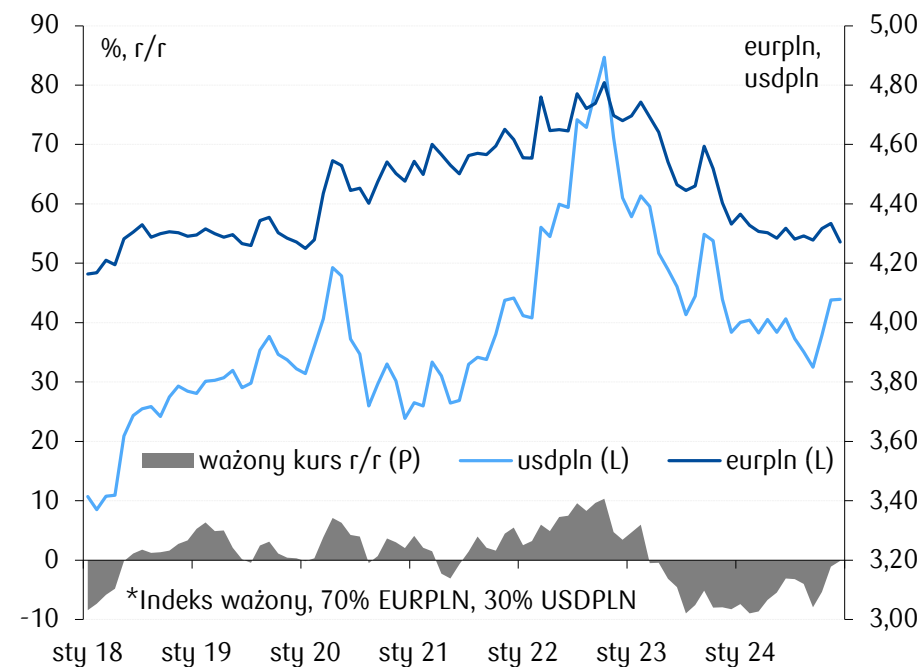


Bank Polski

Inflacja CPI i bazowa na tle stopy referencyjnej NBP



Kursy EURPLN i USDPLN*

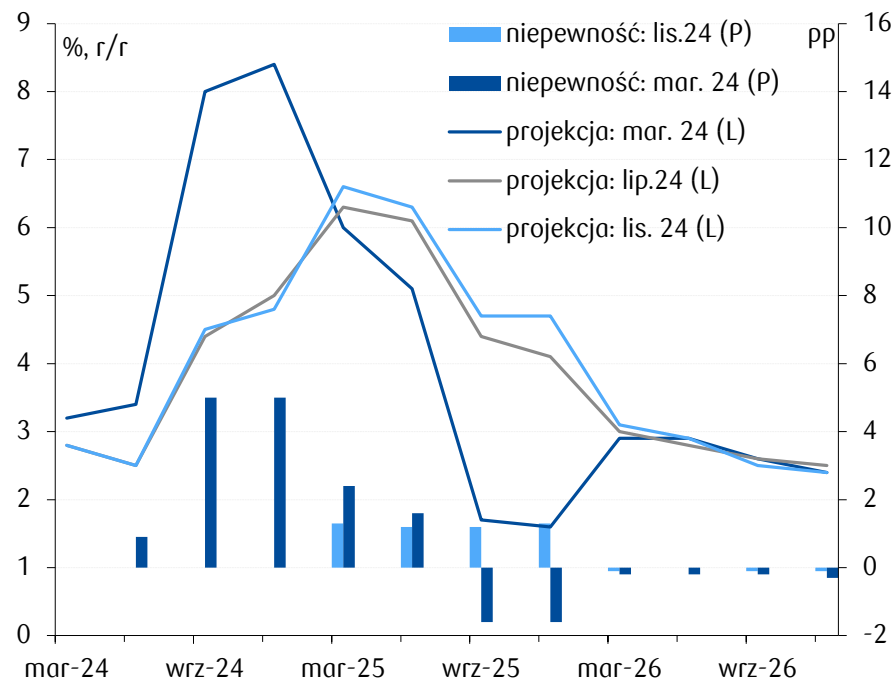


- Przy stabilnych stopach NBP w ujęciu nominalnym, restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce wyraźnie wzrosła, i (wg indeksu MCI) utrzymuje się na najwyższym poziomie od 2008.
- Przy stabilnych nominalnych stopach NBP zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej wynikało ze wzrostu realnej stopy procentowej i umocnienia złotego, mającego silne i szybkie działanie dezinflacyjne (aprecjacja PLN o 10% utożsamiana jest z obniżeniem inflacji CPI o ok. 1pp).
- Realne stopy procentowe (zarówno ex ante, jak i ex post) są dodatnie, najwyższe od 2016. Efektywne zaostrożenie polityki pieniężnej następuje dodatkowo w warunkach zmniejszania się proinflacyjnych czynników ryzyka, w tym słabszego od prognoz ożywienia gospodarczego, skutkującego utrzymaniem negatywnej luki popytowej.

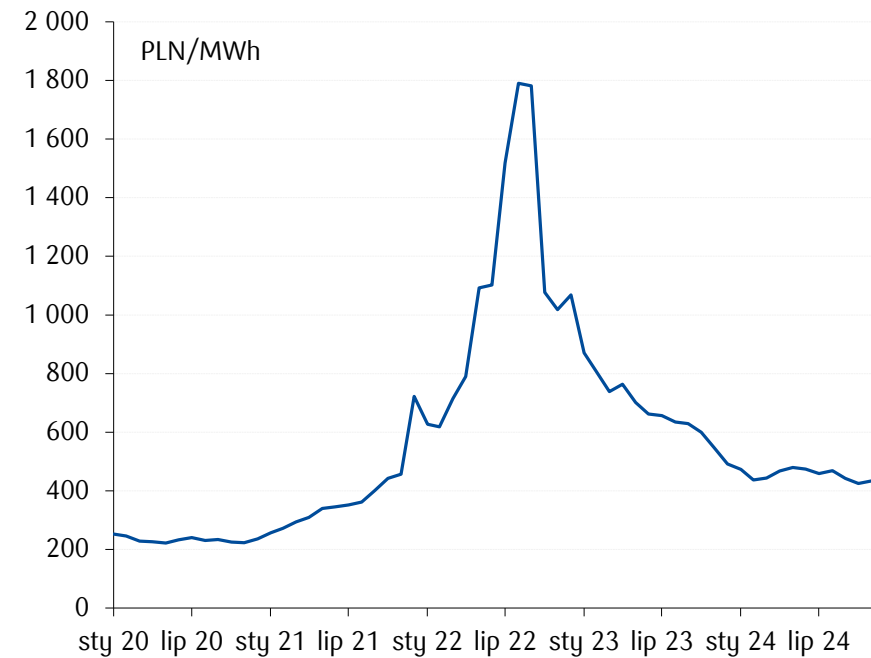
Lista inflacyjnych obaw RPP:

1. skala rządowych działań antyinflacyjnych (regulacja energii)

Projekcje NBP zakładające odmrożenie cen energii i skala niepewności zw. z czynnikami regulacyjnymi*



Ceny energii elektrycznej na TGE (kontrakt bazowy na rok następny)



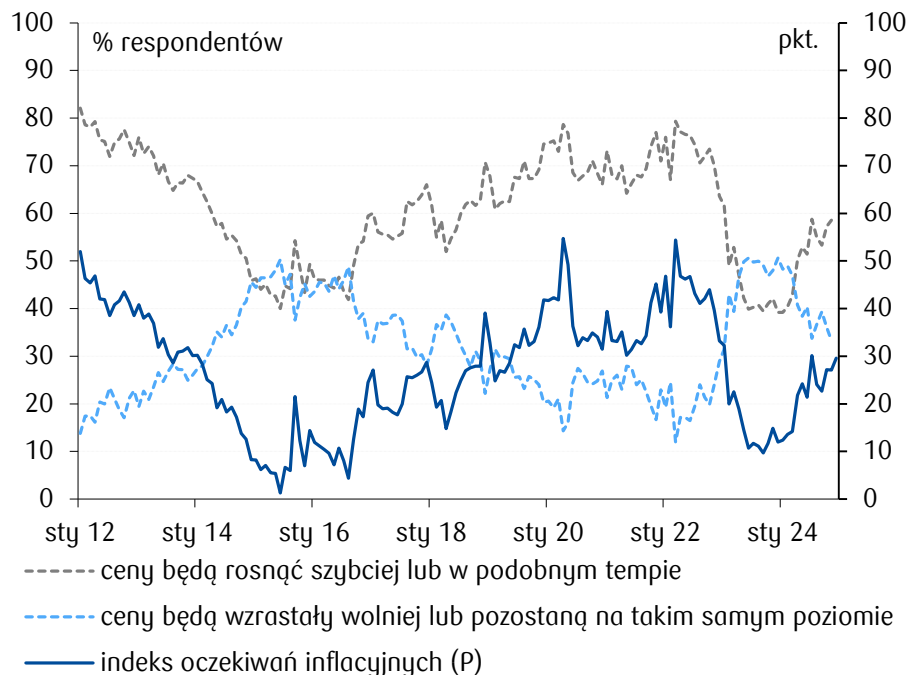
- RPP regularnie wskazuje, że rządowe działania obniżające inflację są źródłem niepewności dla jej prognoz i opóźniają / uniemożliwiają obniżki stóp.
- W kwietniu 2024 rząd przywrócił stawkę 5% VAT na podstawowe produkty żywnościowe. Od lipca 2024 uwolniono ceny gazu i wzrosła cena maksymalna za energię elektryczną, która pozostaje obecnie jedynym obszarem rządowego „zaniżania” cen. W efekcie **skala niepewności generowanej przez politykę rządową znacząco spadła**. Co ciekawe, przebieg inflacji w 2026 – obecnie kluczowym okresie z punktu widzenia horyzontu oddziaływania polityki pieniężnej – jest wg prognoz NBP niezmienny, niezależnie od dużych różnic przyjmowanych w kolejnych projekcyjnych założeniach co do odmrażania cen.
- Postępujący spadek cen energii na rynku hurtowym, połączony z możliwą rewizją taryfy URE wg nas ogranicza inflacyjne oddziaływanie potencjalnego pełnego uwolnienia cen energii od października 2025 do ok. 0,2-0,3pp, co oznacza, że ten element nie powinien być istotny z punktu widzenia decyzji o stopach NBP.

*Jako niepewność przedstawiono różnice w pp pomiędzy ścieżką inflacji w scenariuszu zakończenia działań antyinflacyjnych a ich kontynuacją, w marcu 2024 niepewność odzwierciedla wzrost VAT na żywność od kwietnia 2024 i uwolnienie cen energii od lipca 2024, w listopadzie 2024 uwzględnia uwolnienie cen energii od października 2025.

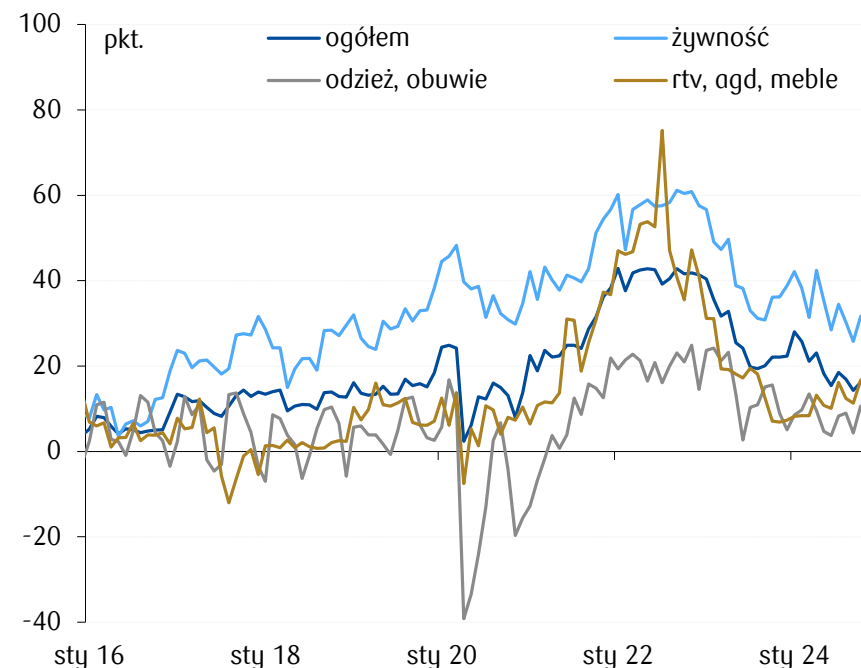
Lista inflacyjnych obaw RPP:

2. reakcja oczekiwań inflacyjnych na odmrażanie cen energii

Oczekiwania inflacyjne konsumentów



Oczekiwania cenowe w handlu detalicznym

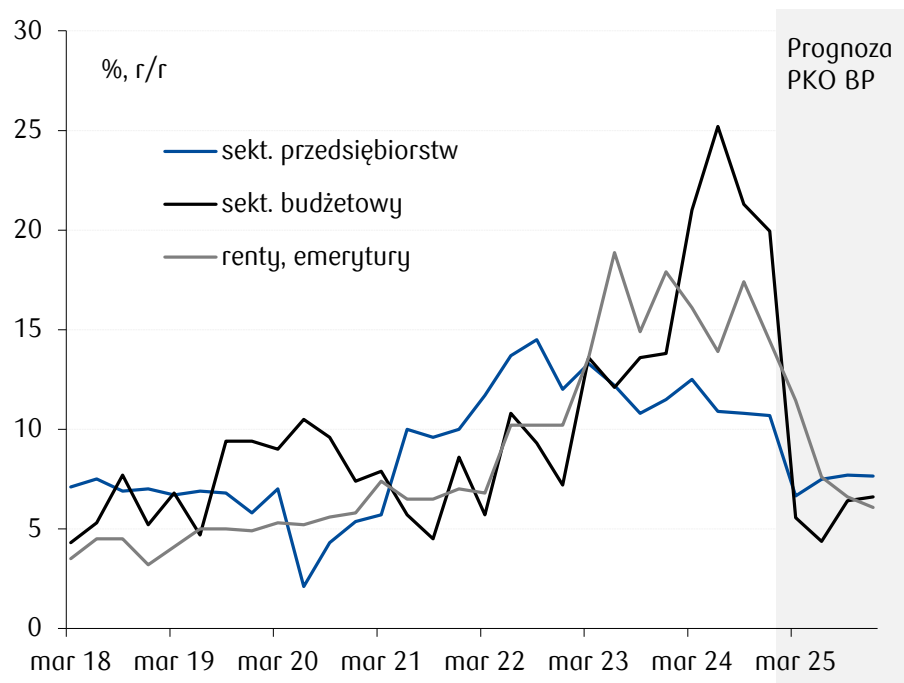


- RPP deklaruje, że uwolnienie cen energii może skutkować ponownym wzrostem oczekiwań inflacyjnych, utrudniając trwały powrót inflacji do celu NBP.
- W przypadku gospodarstw domowych indeks oczekiwań inflacyjnych w 2024 rzeczywiście rósł, jednak z bardzo niskiego poziomu. Patrząc na strukturę oczekiwań co do zmian cen i faktyczne poziomy inflacji można zakładać, że spadek odsetka gospodarstw spodziewających się jej spadku (stabilizacja cen lub ich wolniejszy wzrost) jest naturalną reakcją na wyraźne obniżenie się faktycznej inflacji, zwłaszcza w 1h24, a nie odzwierciedleniem ponownego narastania obaw przed istotnym wzrostem cen. Odsetek gospodarstw zakładających szybszy wzrost cen / wzrost cen w zbliżonym tempie do obecnego (inflacja bez zmian lub wyższa) jest obecnie zbliżony do długoterminowej średniej i nie wskazuje na ryzyko odnotowania oczekiwań inflacyjnych.
- Coraz bliżej długoterminowych średnich są też oczekiwania cenowe firm w handlu detalicznym. Najwyższe oczekiwania występują wśród sprzedawców żywności (poza obszarem oddziaływania polityki pieniężnej).

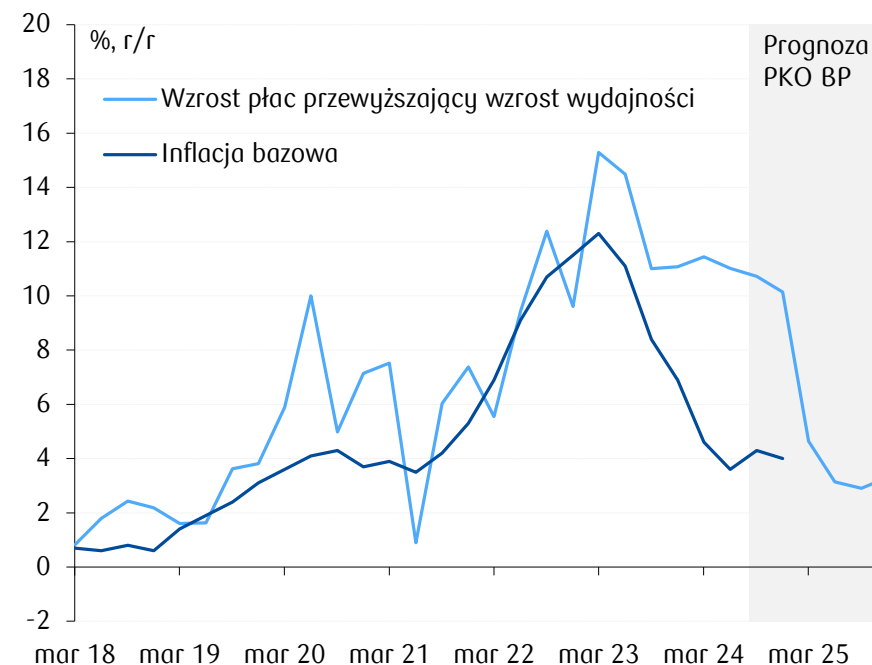
Lista inflacyjnych obaw RPP:

3. presja płacowa

Nominalna dynamika wynagrodzeń i świadczeń



Kosztowe oddziaływanie płac na inflację bazową

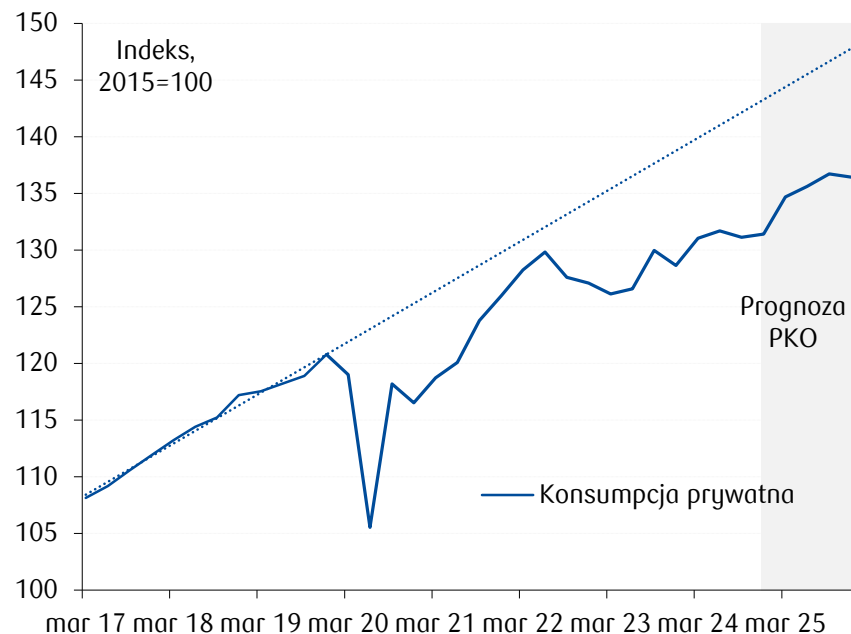


- Kolejnym źródłem obaw RPP jest sytuacja na rynku pracy, w tym przede wszystkim silna presja płacowa, która może opóźnić powrót inflacji do celu i utrzymywać inflację bazową na podwyższonym poziomie.
- Oczekujemy, że 2025 przyniesie silne schłodzenie dynamiki wynagrodzeń, których tempo wzrostu, zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w sektorze budżetowym, będzie jednocyfrowe (przeciętnie w 2025 na poziomie 6-7%, najniżej od 2020-21). Równocześnie wyraźnie wyhamuje także tempo wzrostu świadczeń rentowych i emerytalnych, co łącznie będzie prowadziło do **istotnego wyhamowania tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych, co ogranicza przestrzeń do nadmiernego ożywienia popytu konsumpcyjnego.**
- Wyhamowanie dynamiki płac, w połączeniu z ożywieniem aktywności, będzie oznaczać **hamowanie tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy.** To znacząco ogranicza impulsy inflacyjne po stronie kosztowej, w tym w borykającym się z najwyższą inflacją sektorze usług.

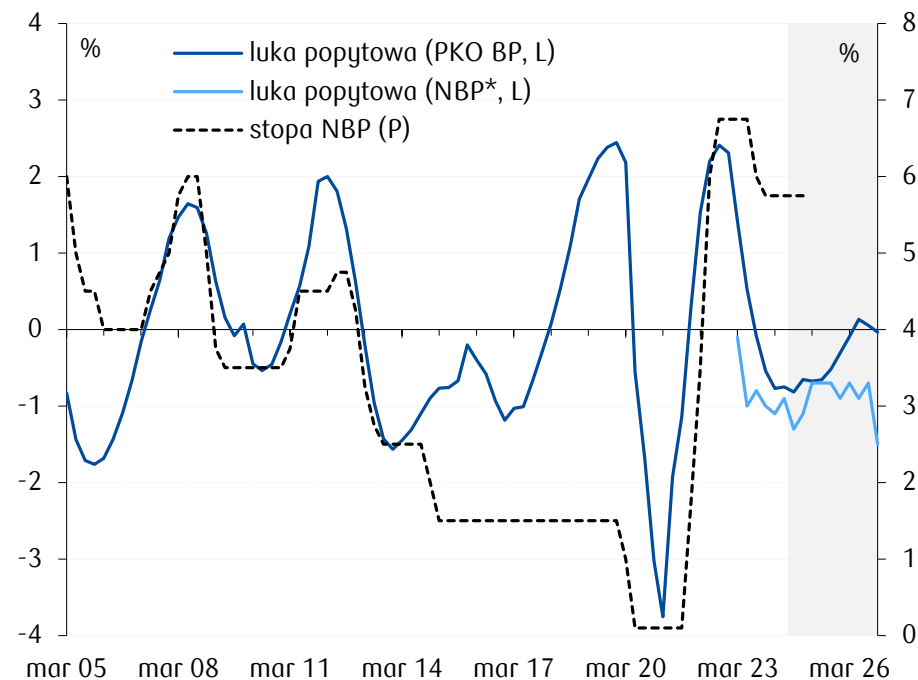
Lista inflacyjnych obaw RPP:

4. ożywienie popytu

Konsumpcja vs przedpandemiczny trend



Luka popytowa



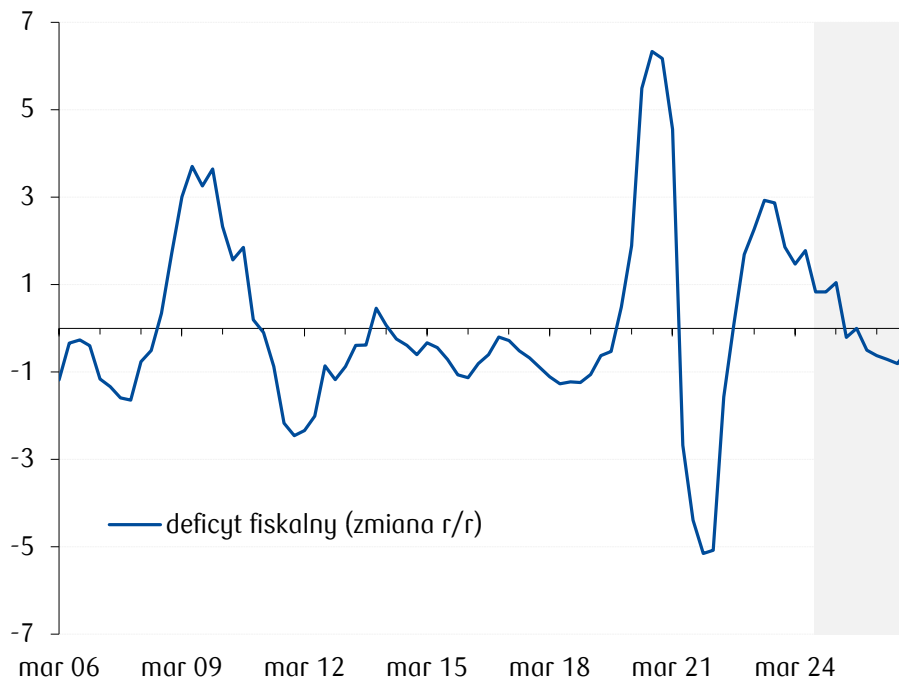
*NBP wg projekcji z listopada 2024, scenariusz odmrożenia cen energii

- Kolejne potencjalne zagrożenie proinflacyjne to ożywienie gospodarcze, w tym głównie wzmocnienie popytu konsumpcyjnego. W 2024 odbudowa konsumpcji stanowiła główne źródło wzrostu gospodarczego. Szacujemy, że w 2024 konsumpcja wzrosła o 2,9% wobec spadku o 0,3% w 2023. Dla porównania, w projekcji z listopada 2023 NBP zakładał jej wzrost o 3,3%, a w projekcji z marca 2024 o 3,6-3,8% (w zależności od scen. regulacyjnego). Skala obudowy konsumpcji jest więc słabsza od oczekiwań banku, w ślad za tym na niższym poziomie jest ryzyko związanego z presją popytową wzrostu inflacji. Warto zauważyć, że po wybuchu wojny w Ukrainie zatrzymany został trend powrotu konsumpcji do przedpandemicznego trendu, a obecnie jest ona o ok. 10% poniżej niego.
- W 2025 skala wzmocnienia popytu konsumpcyjnego będzie umiarkowana (wg nas wzrost o 3,5%, prognoza NBP jest nawet niższa). Zarówno nasze szacunki, jak i przewidywania NBP wskazują, że także w ujęciu całej gospodarki nie wystąpi nadmierna presja popytowa, czego symbolem jest utrzymywanie się przez cały 2025 ujemnej luki popytowej. Według założeń NBP luka ta w 2026 jeszcze się pogłębi.

Lista inflacyjnych obaw RPP:

5. proinflacyjna polityka fiskalna

Zmiany deficytu fiskalnego



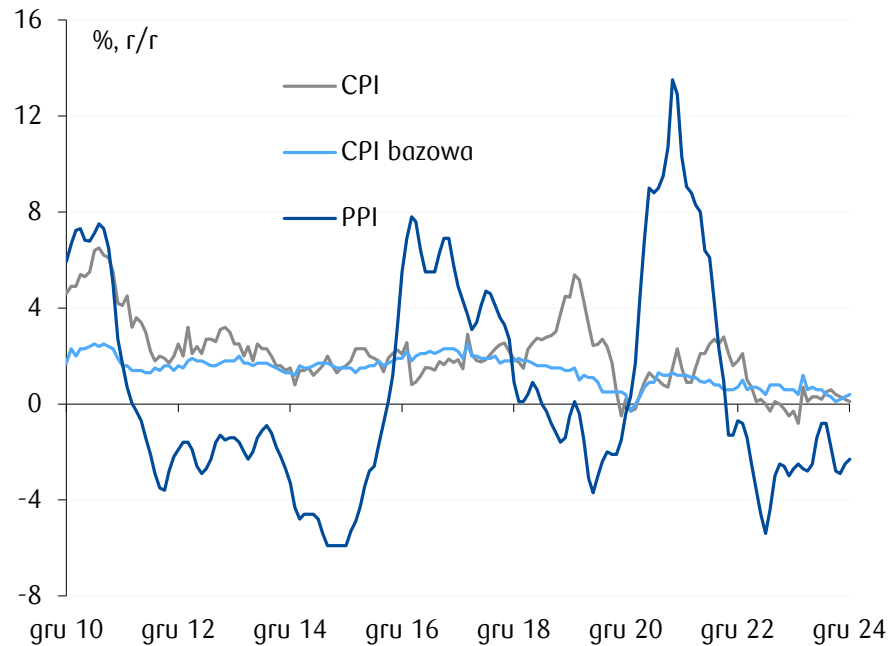
Prognozy dla sektora finansów publicznych

	2024 (% PKB)	2025 (% PKB)	Δ (pp)
Wydatki ogółem	49,7	49,6	-0,1
- w tym nakłady militarne	4,0	4,4	+0,4
- w tym transfery społeczne	17,0	16,8	-0,2
- w tym emerytury i renty	11,0	12,0	+1,0
- w tym wynagrodzenia	11,5	11,1	-0,4
Dochody ogółem	43,6	44,0	+0,4
- w tym PIT	4,9	5,4	+0,5

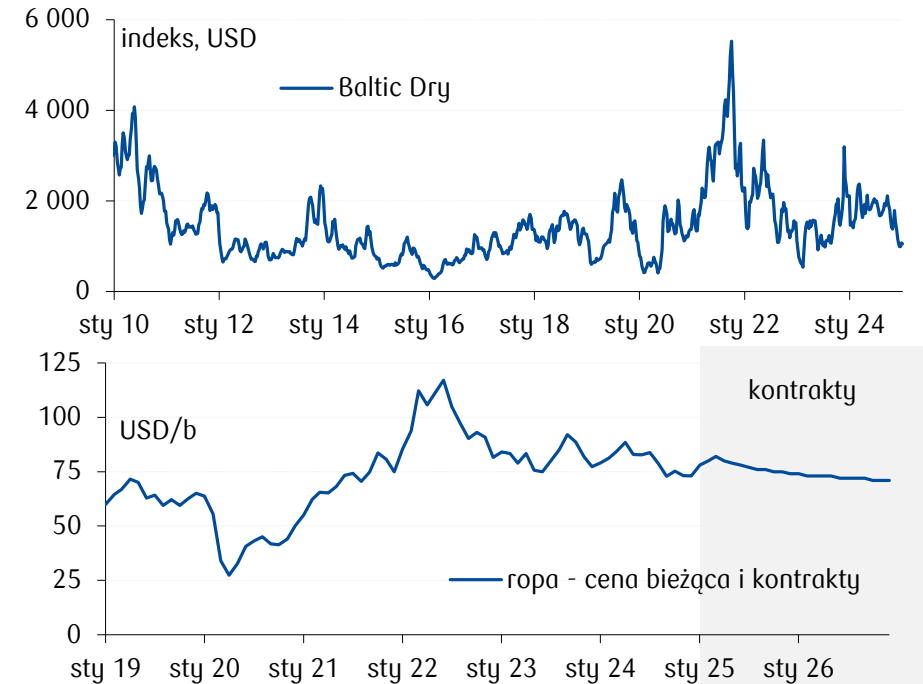
- Silnie podkreślanym czynnikiem ryzyka inflacyjnego jest ekspansywna polityka fiskalna. Rzeczywiście, w 2024 deficyt sektora wyraźnie wzrósł (wg nas do 6,1% PKB). W 2025 zapowiadany przez rząd i oczekiwany przez ekonomistów jest początek konsolidacji sektora, ze spadkiem deficytu (wg PKO BP) do 5,6% PKB.
- Zarówno deklarowana przez rząd jak i prognozowana przez nas skala spadku deficytu nie odzwierciedla w pełni zmiany (in minus) potencjalnego inflacyjnego oddziaływania polityki fiskalnej, które koncentruje się w obszarze wpływu na dochody ludności. Od strony wydatkowej sektora obserwować będziemy bowiem przesuwanie się ich struktury w stronę wydatków militarnych, przy spadku udziału w PKB wydatków z tytułu transferów społecznych, czy wynagrodzeń w sektorze. Wzrosną nakłady na emerytury i renty, jednak nie stanowi to istotnego bodźca popytowego, ze względu na strukturę wydatków tej grupy gospodarstw domowych (dominacja żywności i użytkowania mieszkania) oraz fakt wzrostu liczebności emerytów.
- Po stronie dochodowej brak nowelizacji progów PIT efektywnie zwiększa skalę obciążeń podatkowych, oddziałując in minus na popyt i inflację.

Mniejsze ryzyka inflacyjne ze strony otoczenia zewnętrznego

Procesy inflacyjne w Chinach



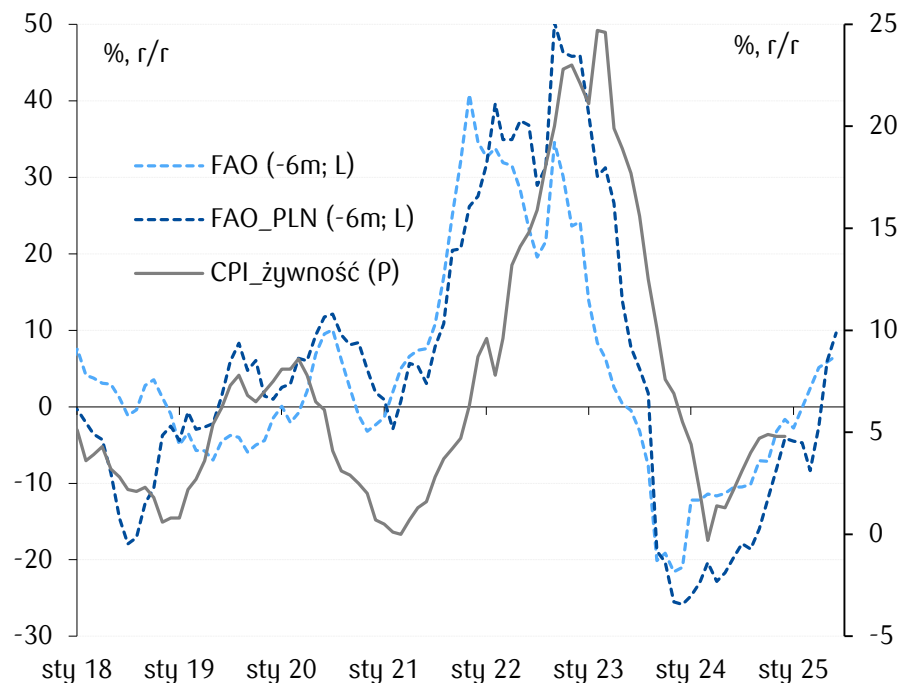
Ceny transportu, kontrakty na ropę



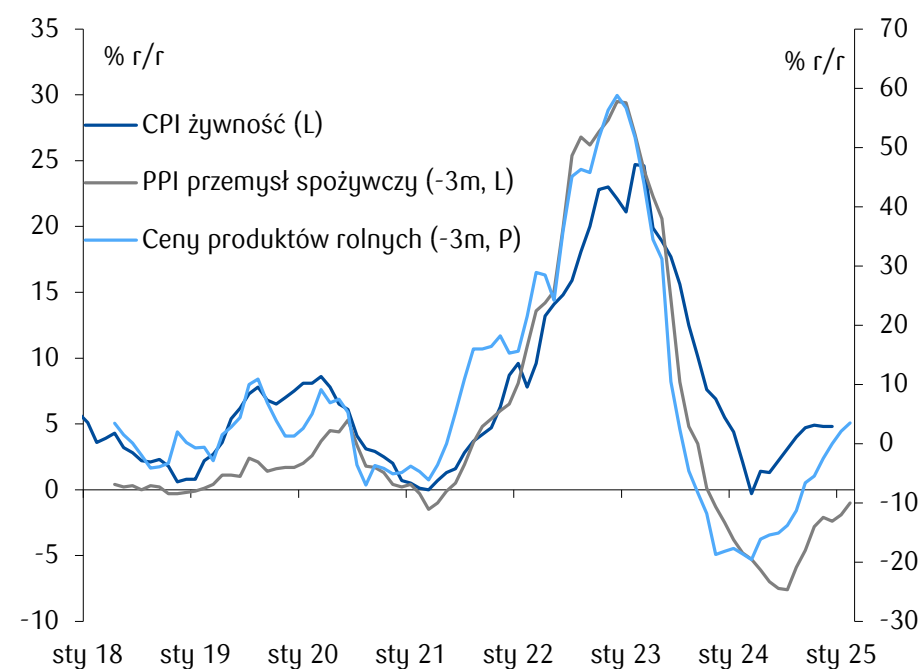
- O ile na początku 2024 bilans czynników ryzyka dla inflacji wydawał nam się przechylony w górę (co ostatecznie się nie zrealizowało, inflacja średniorocznie wyniosła 3,6% przy naszej prognozie 3,7%), obecnie jest on wg nas zrównoważony. Duża w tym rola otoczenia globalnego, w którym także słabną ryzyka proinflacyjne, a pojawiają się te, które mogą inflację obniżyć.
- Do tych drugich należy m.in. polityka gospodarcza Chin, nadal mocno nastawiona na zwiększanie mocy produkcyjnych i produkcji i zwiększanie udziałów w zagranicznych rynkach, w tym w Europie. To, w połączeniu z nadal osłabionym popytem wewnętrznym, skutkuje utrzymującą się presją deflacyjną po stronie produkcji. Stabilizacji cen importu sprzyja także znormalizowany rynek transportowy, z dużo niższymi niż w szczytach 2022 cenami frachtu.
- Bilans popytu i podaży sprawia, że obserwowane na początku 2025 wzrosty cen ropy postrzegane są jako przejściowe, przy oczekiwaniach stabilizacji jej cen na poziomie ok. 70-75 USD/b, wobec przeciętnie blisko 80 USD/b w 2024.

Co z cenami żywności?

Ceny żywności na świecie (FAO) i w Polsce (wg CPI)



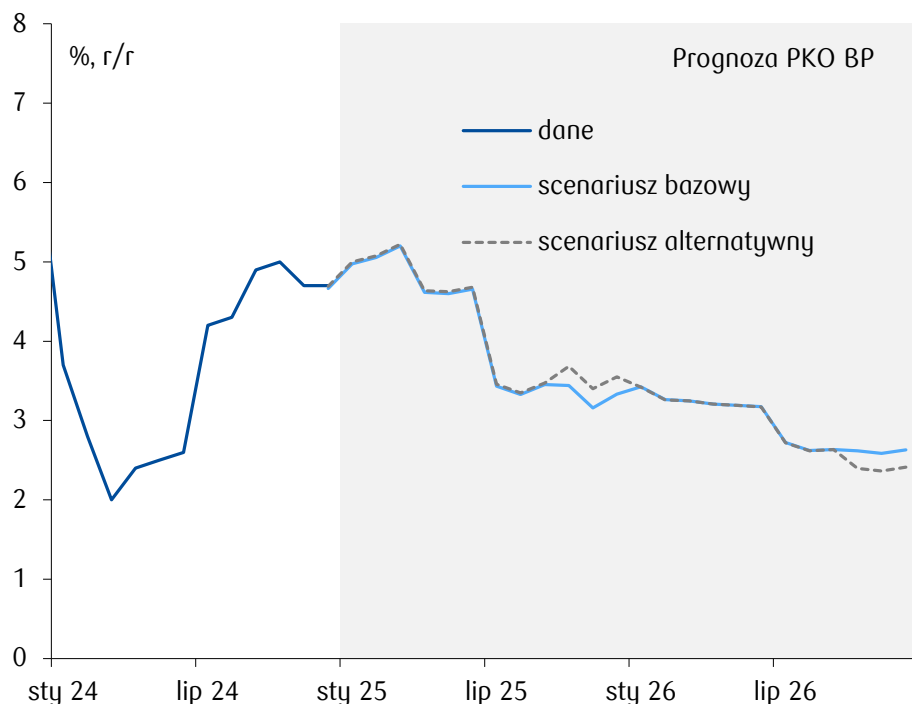
Główne determinanty cen żywności w CPI



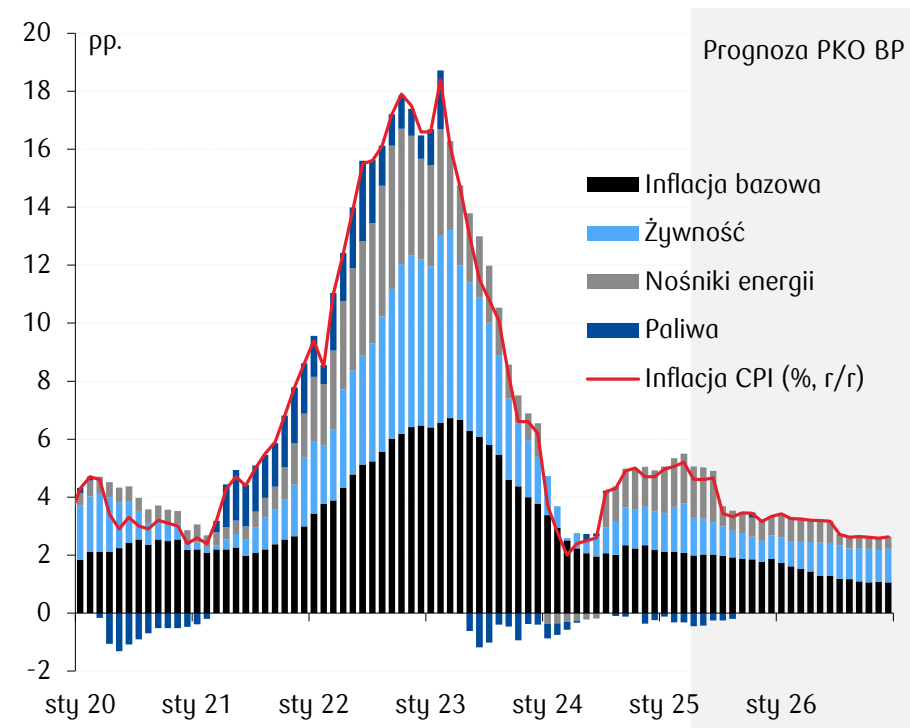
- Zakładamy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych w 1h25 utrzyma się na nieznacznie wyższym poziomie niż w grudniu (4,8% r/r), przy nieco niższych niż sezonowy wzorec wzrostach cen na początku roku i ścieżce zbliżonej do sezonowego wzorca w 2q25. W 2h25 roczna dynamika obniży się, wg nas do ok. 3-3,5%, ponieważ z rocznych porównań wypadnie okres obowiązywania zerowej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe.
- Jednocześnie wskaźniki wyprzedzające sugerują, że wzrost cen żywności w inflacji CPI może być nieco silniejszy niż oceniamy – w górę pną się ceny surowców rolnych na świecie (indeks FAO na najwyższym poziomie od kwietnia 2023), od października dynamika cen podstawowych surowców rolnych w Polsce jest dodatnia (i dalej rośnie), okres spadków cen producentów w branży spożywczej zakończył się w kwietniu i od początku 2025 ich dynamika w ujęciu r/r będzie najpewniej ponownie dodatnia. O ile nie zrealizuje się więc zakładany przez nas scenariusz wzrostu globalnej podaży (m.in. na rynku mięsa i mleka) ceny żywności mogą mieć silniejsze oddziaływanie proinflacyjne niż obecnie zakładamy. W drugą stronę działać mogą dalsze wojny cenowe sieci sklepów.

Nasza prognoza inflacji

Ścieżka inflacji w zależności od regulacji cen energii



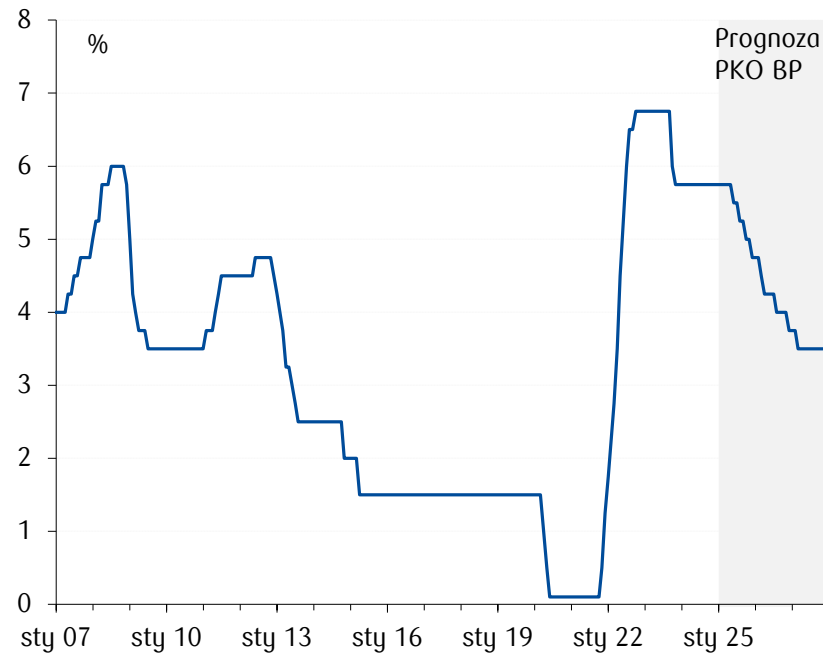
Struktura inflacji



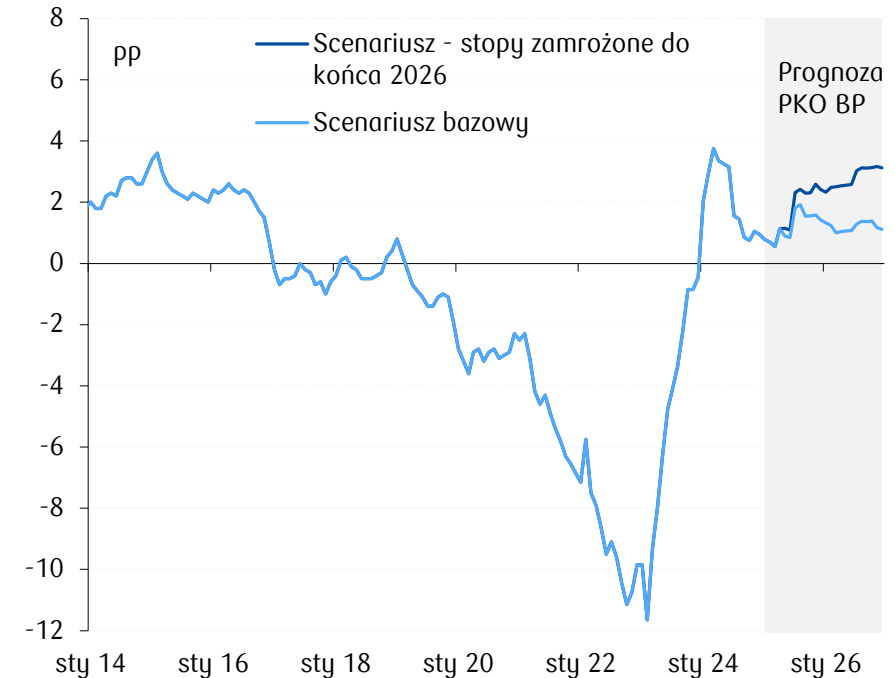
- Oczekujemy, że w 1q25 inflacja CPI nieznacznie wzrośnie, a w marcu osiągnie lokalny szczyt, na poziomie ok. 5,2% r/r. Ten wzrost będzie generowany przede wszystkim przez ceny żywności i nośników energii. W 2q25 inflacja wejdzie w trend spadkowy, jednak początkowo, jego skala będzie ograniczona, a przez cały kwartał inflacja będzie przekraczać 4% r/r. W lipcu inflacja spadnie poniżej 4%, wg nas w okolice 3,5% r/r i od tego momentu znajdzie się trwale w szeroko rozumianym celu inflacyjnym. Ten scenariusz zakłada, że rząd przedłuży obowiązywanie ceny maksymalnej za energię elektryczną do końca 2025. W scenariuszu alternatywnym ścieżka inflacji w 4q25 byłaby wg tylko nieznacznie wyższa (0,2-0,3pp), ponieważ zakładamy, że URE zaktualizowałaby (w dół) taryfę.
- Inflacja bazowa w naszej ocenie w 1h25 będzie się stabilizować w wąskim przedziale, ok. 3,5-3,9% r/r. Jej silniejszego spadku, w kierunku 3% r/r, oczekujemy w 2h25, m.in. dzięki schłodzeniu presji kosztowej z rynku pracy.

Scenariusz (wg nas optymalny) dla stóp NBP

Stopa referencyjna NBP (nominalna)



Stopa realna (ex post) w zależności od scenariusza stóp NBP



- Biorąc pod uwagę zrealizowaną już skalę spadku inflacji i oczekiwania jego kontynuacji docelowo do poziomu celu inflacyjnego oraz perspektywę 1,5-2 lat utrzymywania się negatywnej luki popytowej, widzimy przestrzeń do spadku stóp nominalnych, który stabilizowałby realne stopy na nieznacznie pozytywnym poziomie (1-2%), oznaczającym neutralną politykę pieniężną. To oznaczałoby spadek nominalnej stopy docelowo do ok. 3,5-4%. Sądzymy, że obniżki powinny nastąpić w zgodzie ze wskazywanymi wcześniej przez RPP wytycznymi – po minięciu inflacyjnego szczytu i przy pewności rychłego powrotu do celu inflacyjnego. W naszej ocenie te warunki będą wypełnione w maju br i wtedy widzimy przestrzeń do pierwszego ruchu ze strony RPP. Zgadzaemy się, że cykl obniżek powinien być ostrożny, stąd optymalne będzie jego równomierne rozłożenie w czasie, co wg nas dawałoby przestrzeń do łącznie obniżek o 100pb w 2025 i 2026.
- W scenariuszu alternatywnym realne stopy procentowe będą rosły, a skala restrykcyjności polityki pieniężnej jeszcze się zwiększy, nadmiernie chłodząc gospodarkę.

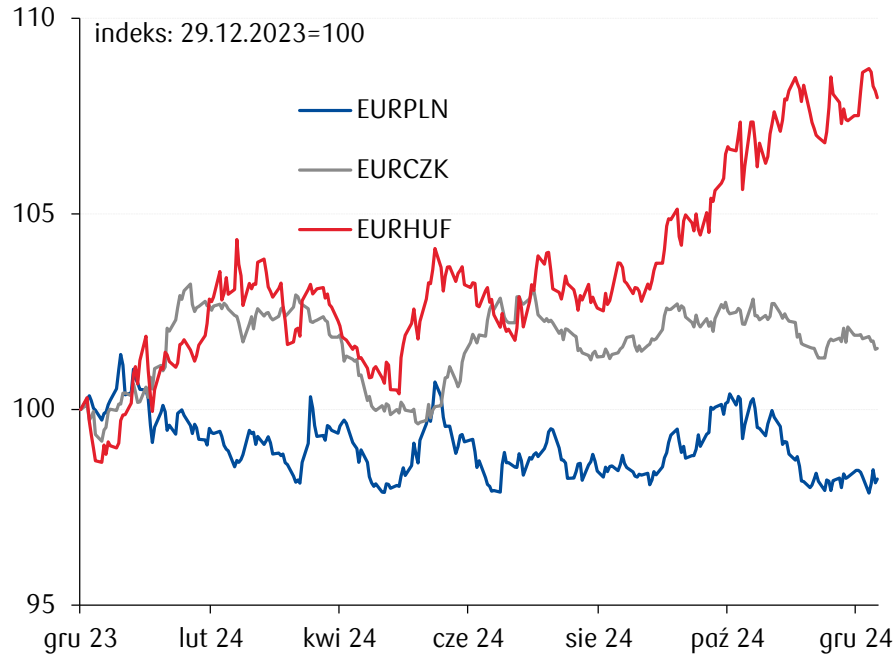


Bank Polski

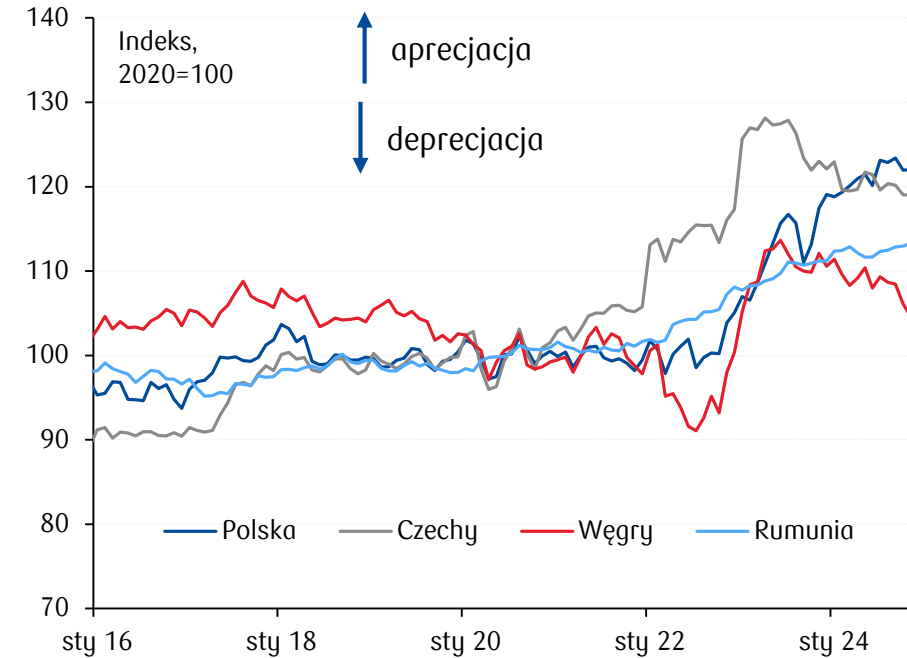
#9 Czy to koniec silnego złotego?

Złoty najsilniejszą walutą w regionie Europy Środkowo-Wschodniej

Kursy walut w regionie CEE



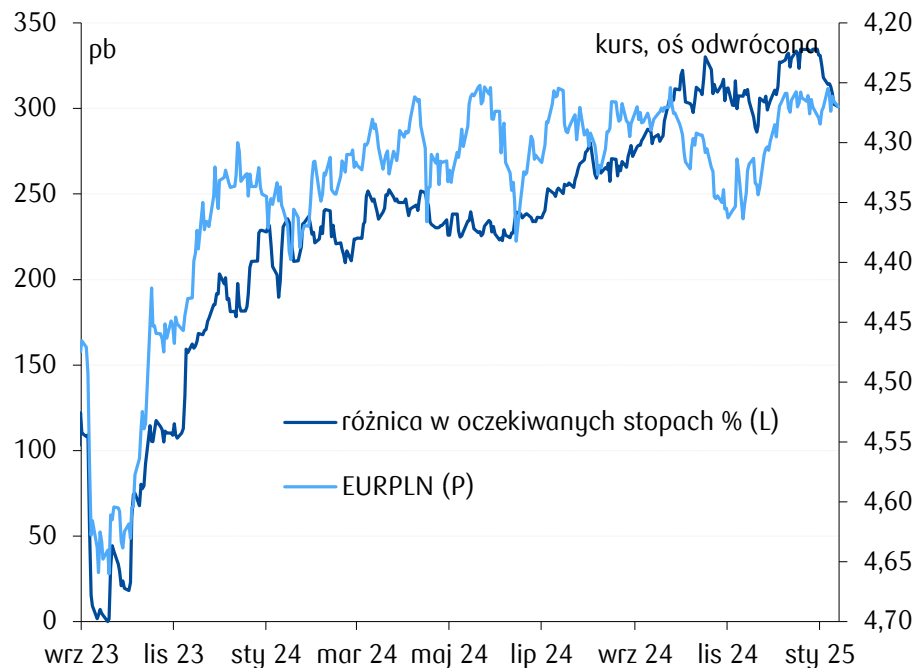
Realny efektywny kurs walutowy (REER) w regionie CEE



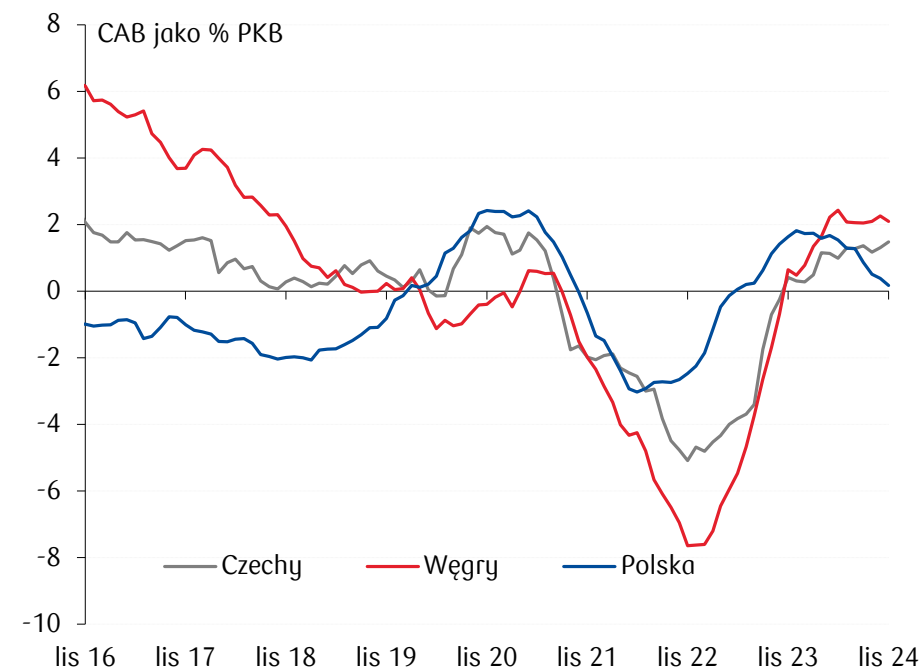
- W 2024 złoty umocnił się zarówno w ujęciu realnym, jak i nominalnym i był najlepiej radzącą sobie walutą regionu CEE.
- Względem USD złoty osłabił się, co było typowe dla walut rynków wschodzących, jednak skala deprecjacji była relatywnie niewielka.

Dla notowań złotego istotna jest restrykcyjna polityka pieniężna NBP

Kurs vs oczekiwania inwestorów co do zmian stóp
NBP vs EBC



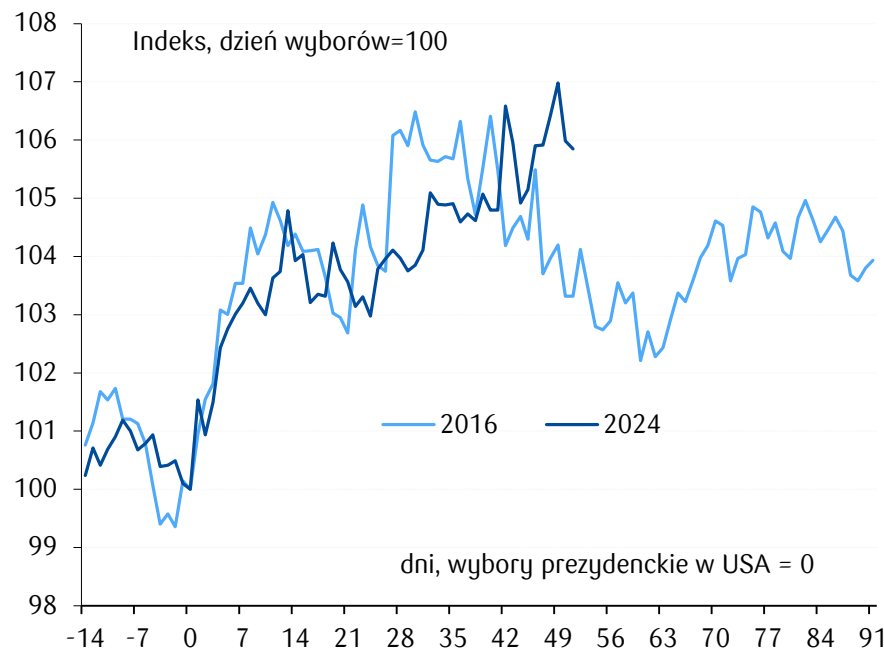
Saldo rachunku obrotów bieżących



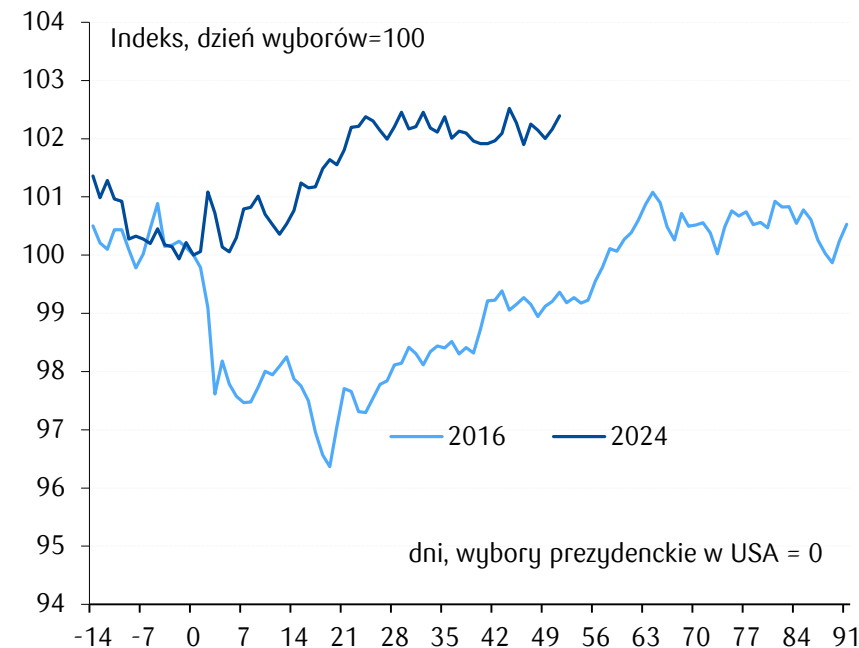
- Znaczącym wsparciem dla notowań złotego była restrykcyjna polityka pieniężna – przez cały ubiegły rok stopy procentowe w Polsce były niezmienione, a NBP falami studził oczekiwania na szybkie obniżki. W tym samym czasie Fed i EBC, a także banki centralne w Czechach i na Węgrzech stopniowo obniżały stopy procentowe.
- Fundamenty dla notowań PLN w ostatnim czasie się pogorszyły, m.in. nadwyżka na rachunku obrotów bieżących szybko topniała. Podobna, a nawet nieco bardziej korzystna tendencja była obserwowana w innych państwach regionu.

W 2025 duża rola czynników geopolitycznych

Notowania USD względem EUR
(wzrost oznacza aprecjację USD)



Notowania PLN względem EUR
(wzrost oznacza aprecjację PLN)



- Po zwycięstwie D.Trumpa w 2016 USD umocnił się względem EUR, jednak aprecjacja trwała około miesiąca. Przełożyło się to na osłabienie notowań PLN, podobnie jak innych walut rynków wschodzących.
- Po zwycięstwie w 2024 trend aprecjacyjny USD wydaje się trwalszy (wspierany oczekiwaniami na bardziej restrykcyjną politykę pieniężną Fed), jednak do tej pory nie miał on przełożenia na osłabienie PLN.

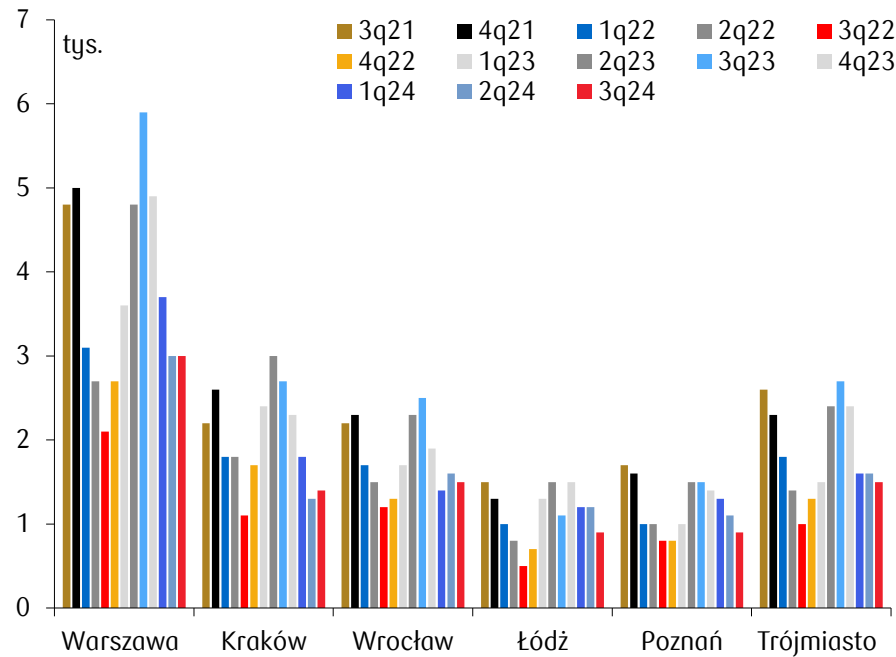


Bank Polski

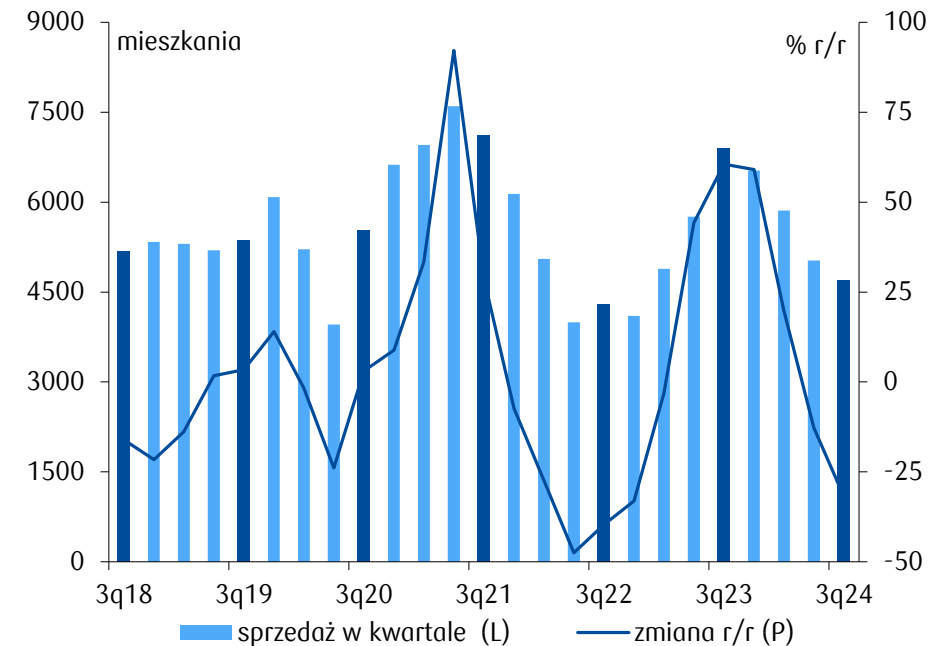
#10 Rynek mieszkaniowy w stagnacji

Sprzedaż mieszkań pod presją wysokich stóp procentowych

Kwartalna sprzedaż mieszkań w okresie 3q21 – 3q24



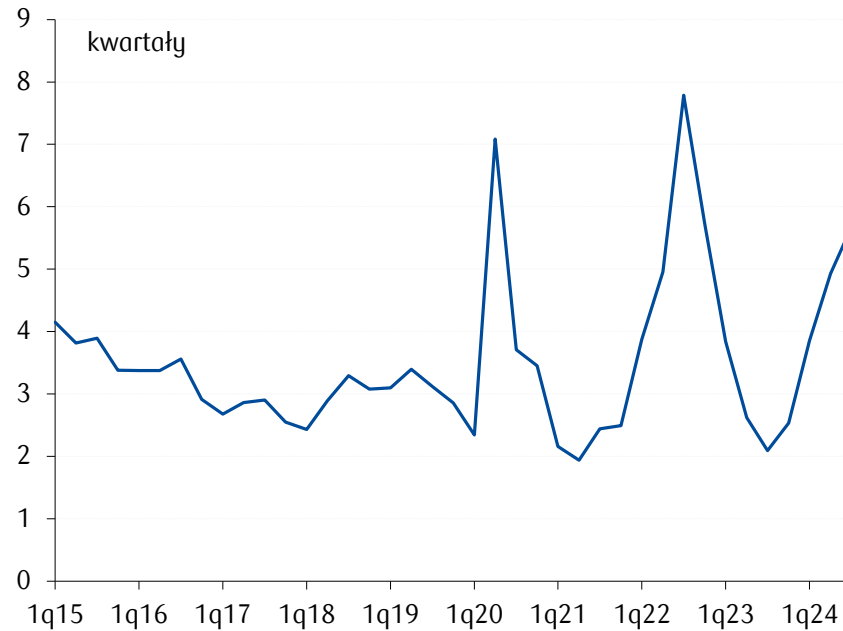
Kwartalna sprzedaż mieszkań giełdowych deweloperów



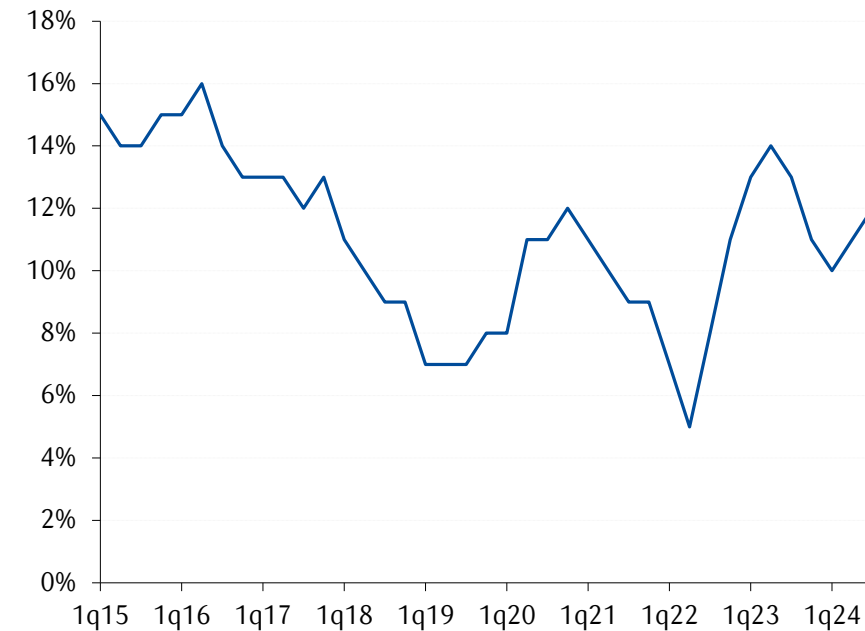
- Sprzedaż mieszkań pod koniec 2024 była w wyraźnym trendzie spadkowym. Program Bezpieczny Kredyt 2%, pomimo krótkiego okresu trwania, był intensywny i nasycił stronę popytową. Impulsem, który mógłby nieco ożywić stronę popytową, byłaby obniżka stóp procentowych.

Zmierzamy w kierunku rynku kupującego

Czas sprzedaży oferty deweloperskiej



Odsetek mieszkań gotowych w ofercie deweloperskiej



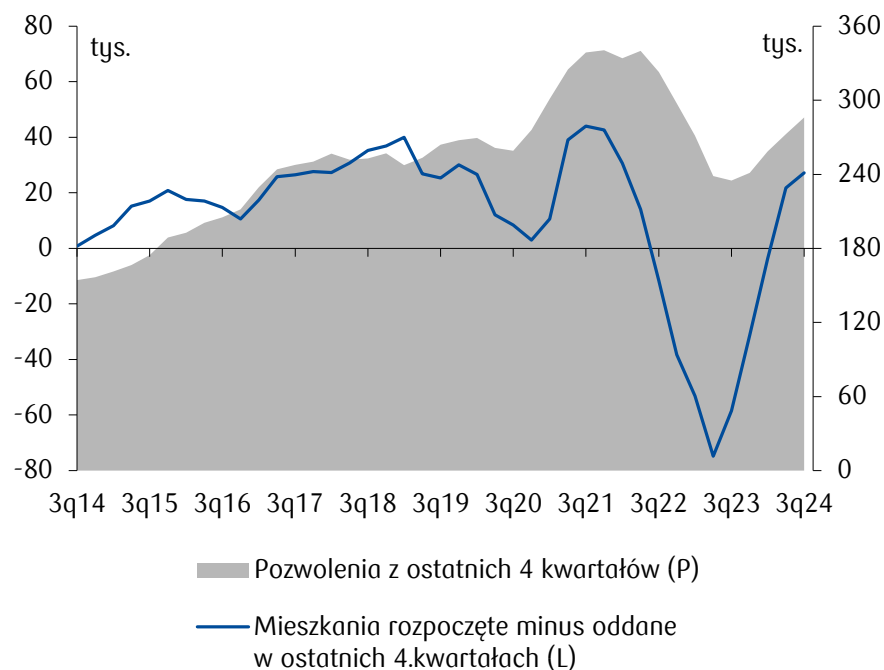
- W 2025 deweloperzy będą musieli konkurować z rosnącą ofertą na rynku wtórnym. Obok słabnącego popytu warto pamiętać, że wchodzimy w czas, kiedy zaczyna upływać 5-letni okres, po którym inwestorzy indywidualni mogą zbyć kupione w czasie boomu mieszkania bez podatku dochodowego.

Oferta może wzrastać jeszcze przez około pół roku

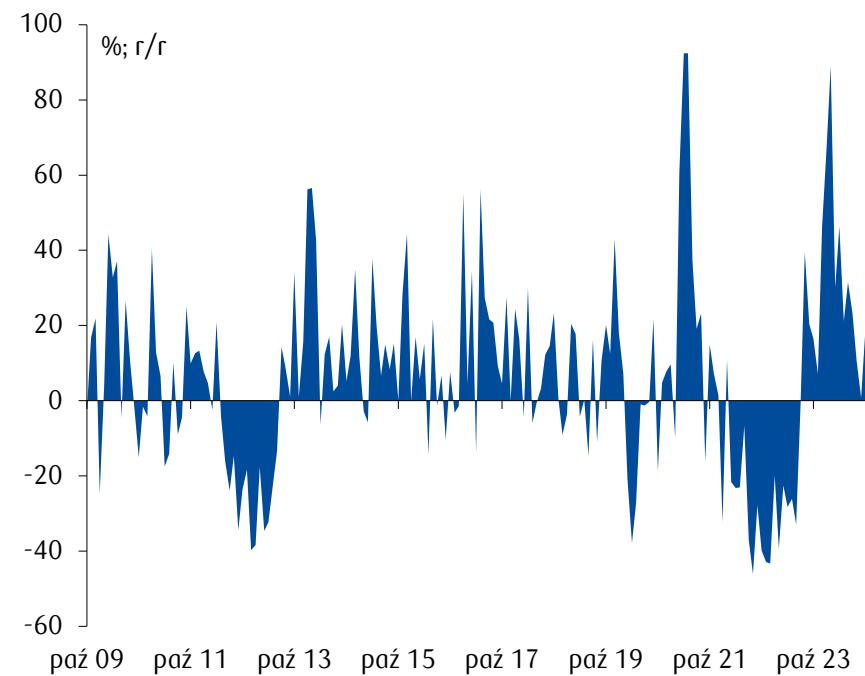


Bank Polski

Mieszkania w toku budowy



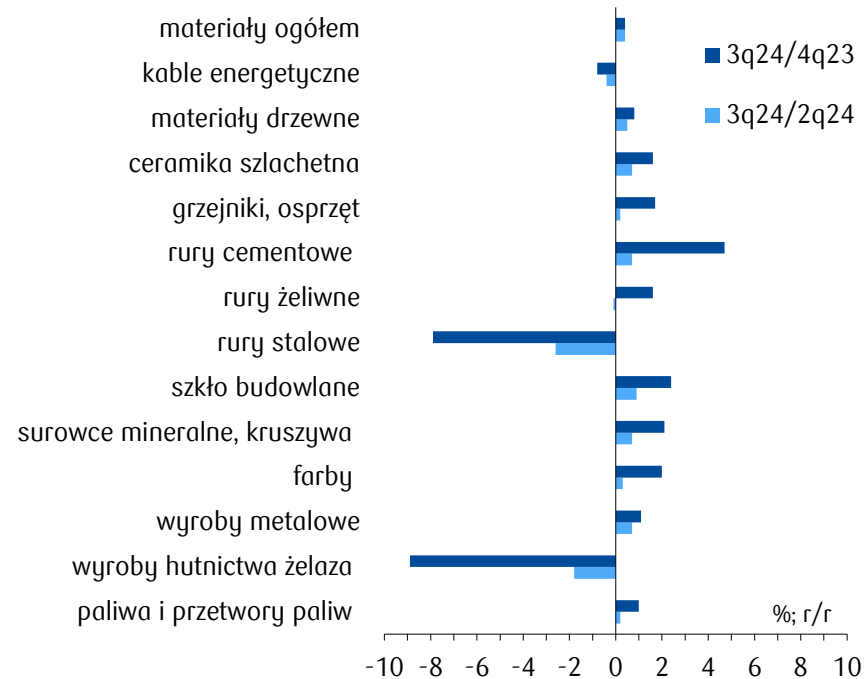
Zmiana liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto



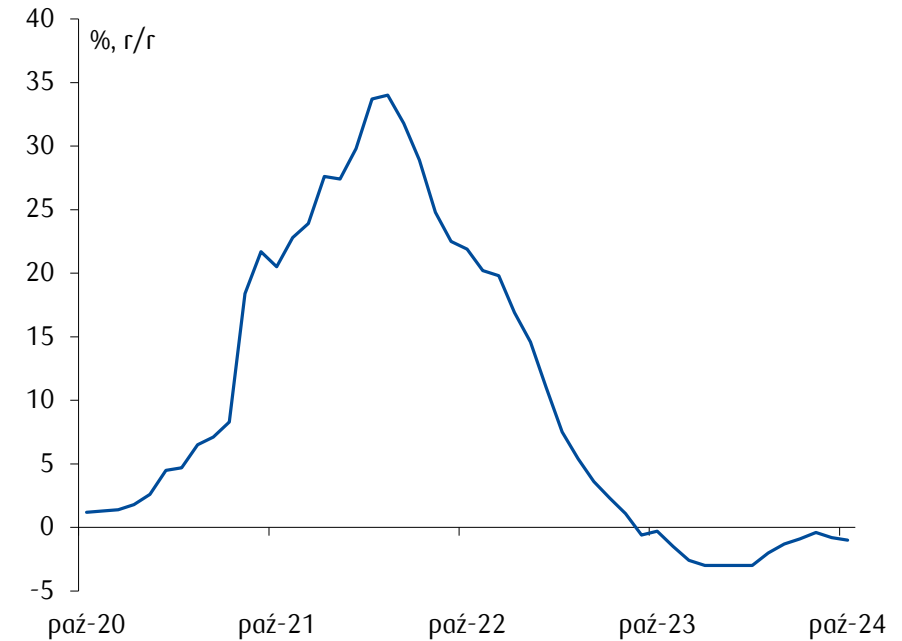
- W toku budowy w 6 największych miastach pozostaje około 20 tys. mieszkań – jest to efekt ożywienia aktywności deweloperskiej z przełomu 2023 i 2024. Przez jeszcze około pół roku rosnąca podaż będzie ciążyć na rynku mieszkaniowym.

Ceny materiałów budowlanych lekko spadły

Zmiany r/r cen materiałów budowlanych i paliwa
w 3q24 vs 4q23 i 2q24



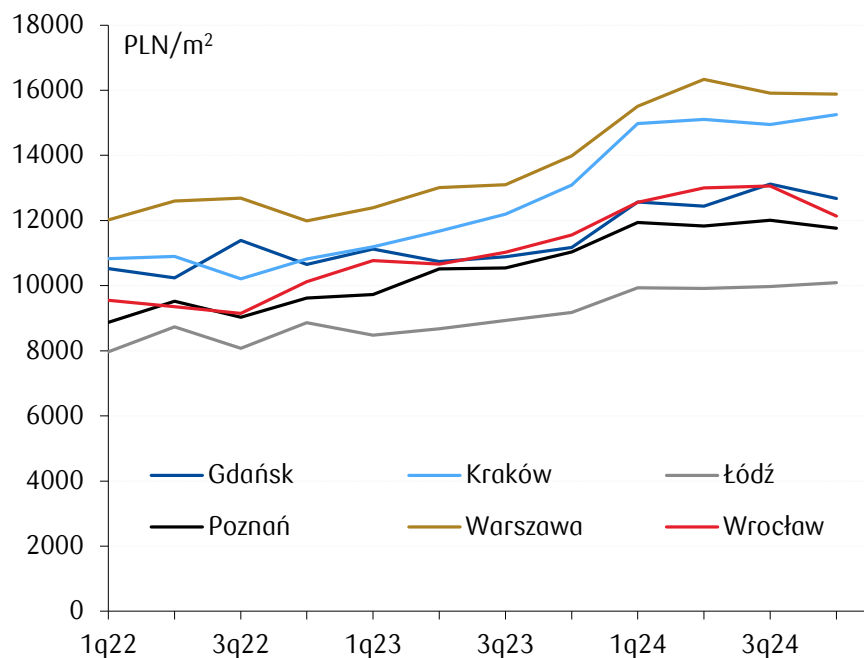
Zmiany r/r cen materiałów budowlanych



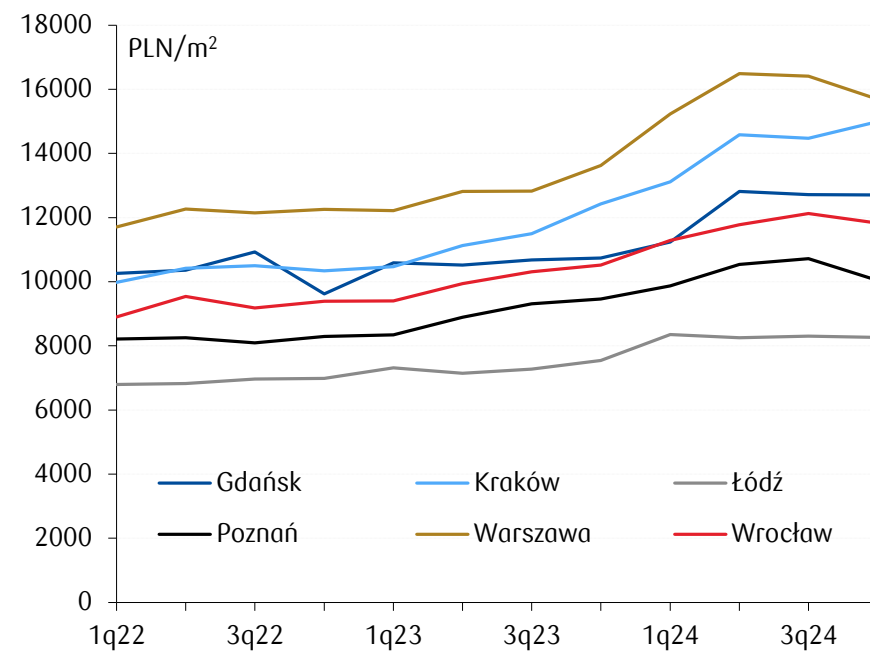
- Ceny materiałów budowlanych pod koniec 2024 lekko spadały względem 2023. Przy spadającym popycie trend w 2025 nie powinien się odwrócić. Stronę kosztową podtrzymują jednak wysokie ceny energii i koszty pracy, po silnym wzroście płacy minimalnej. Wobec słabnącego popytu, marże firm deweloperskich będą zatem pod presją.

Ceny mieszkań przestały rosnąć

Ceny mieszkań na rynku pierwotnym



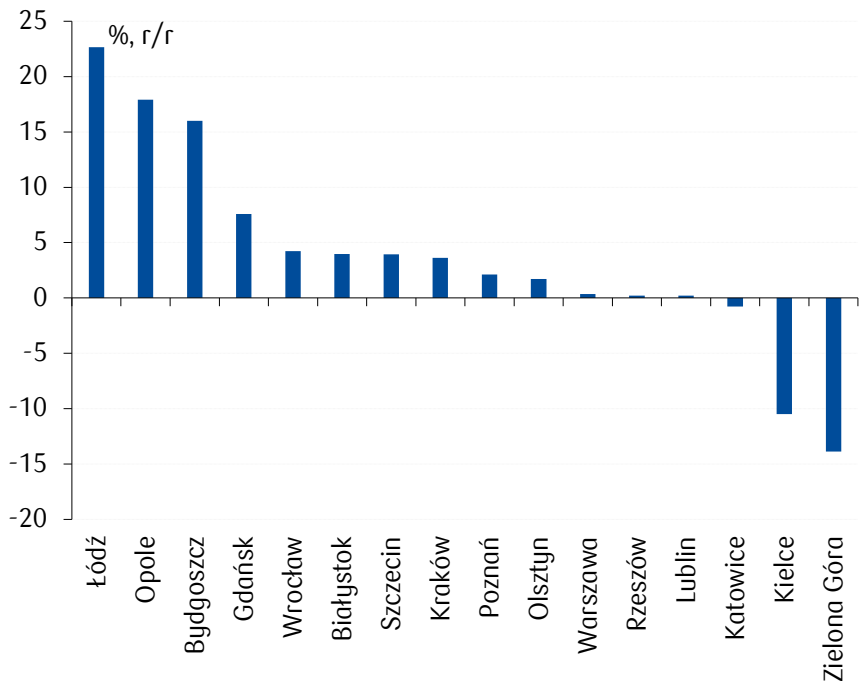
Ceny mieszkań na rynku wtórnym



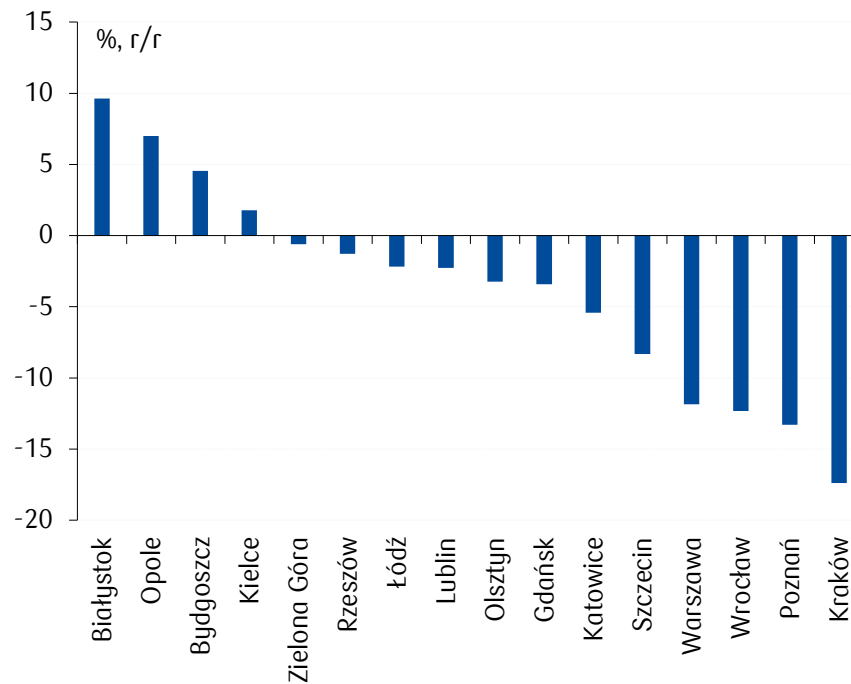
- Po bardzo silnym wzroście na przełomie 2023 i 2024 ceny mieszkań ustabilizowały się. Pomimo wyraźnie słabszego popytu i rekordowej nadwyżki oferty obniżki cen są póki co incydentalne. Kolejne kwartały mogą przynieść jednak wyraźniejszą korektę cen. Oceniamy, że ceny nie spadną do poziomów z pierwszej połowy 2023, zwłaszcza przy realizacji scenariusza obniżek stóp procentowych o 100pb w 2025.

Wysokie stopy procentowe wspierają wynajem długoterminowy

Ceny najmu długoterminowego



Ceny najmu krótkoterminowego



- Słabsza dostępność mieszkań do zakupu sprzyja wzrostowi popytu na najem długoterminowy mieszkań. Stawki najmu długoterminowy notowały wzrosty w 2024 i oceniamy, że trend ten utrzyma się w 2025.
- Najem krótkoterminowy jest pod presją wysokiej podaży lokali oraz relatywnie słabszych nastrojów konsumenckich. Oceniamy, że część oferty wynajmu krótkoterminowego będzie przesuwana na rynek wynajmu długoterminowego.



Bank Polski

Prognozy makroekonomiczne i rynkowe

Prognozy makroekonomiczne



Bank Polski

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Sfera realna							
Realny PKB (%, r/r)	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,1	2,9	3,5
Popyt krajowy (%, r/r)	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,1	4,2	4,7
Sprzedaż krajowa (pp)	4,5	-1,5	4,7	3,3	1,9	3,4	4,0
Inwestycje (%, r/r)	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,6	1,1	8,7
Konsumpcja prywatna (%, r/r)	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,5
Zapasy (pp)	-1,1	-1,1	3,4	1,4	-4,1	0,5	0,5
Eksport netto (pp)	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,3	-1,0	-1,0
Eksport (%, r/r)	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,8	4,4
Import (%, r/r)	3,2	-2,5	16,3	6,8	-1,5	4,0	6,6
Rynek pracy							
Zatrudnienie (%, r/r, przec., przeds.)	2,7	-1,2	0,5	2,4	0,3	-0,4	0,3
Stopa bezrob. (%, koniec okresu)	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,1	4,8
Płace (%, r/r, przec., sekt. przed.)	6,6	4,8	8,8	12,9	11,9	11,3	7,4
Procesy inflacyjne							
Inflacja CPI (%)	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	4,1
Inflacja bazowa (%)	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	4,3	3,6
Polityka pieniężna							
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
Stopa lombardowa NBP (%)	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	5,25
Bilans płatniczy							
Rachunek obr. bież.(% PKB)	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,8	0,1	-0,8
Saldo handlowe (% PKB)	-0,8	1,3	-1,3	-3,7	0,6	-0,6	-0,9
Polityka fiskalna							
Deficyt publiczny (ESA2010, %PKB)	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,3	-6,1	-5,6
Dług publiczny (ESA2010, % PKB)	45,2	56,6	53,0	48,8	49,7	54,5	58,3
Agregaty monetarne (skor. o FX)							
Depozyty (%, r/r)	8,2	13,1	10,8	5,6	10,6	6,9	6,7
Kredyty (%, r/r)	4,7	-0,8	4,7	1,1	1,2	5,0	6,3

Prognozy kursów walutowych

	1q24	2q24	3q24	2024	1q25	2q25	3q25	2025
Kursy walutowe								
EUR/USD	1,08	1,07	1,12	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08
EUR/PLN	4,30	4,31	4,28	4,27	4,30	4,32	4,34	4,32
USD/PLN	3,99	4,03	3,82	4,10	4,10	4,08	4,06	4,00
CHF/PLN	4,43	4,48	4,53	4,54	4,67	4,65	4,67	4,60
EUR/CHF	0,97	0,96	0,94	0,94	0,92	0,93	0,93	0,94
GBP/PLN	5,03	5,09	5,12	5,15	5,16	5,18	5,19	5,12

Dane kontaktowe:

Piotr Bujak
Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu
piotr.bujak@pkobp.pl
tel: +48 22 521 80 84

Biuro Analiz Makroekonomicznych:

Marta Petka-Zagajewska
Dyrektor Biura
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel: +48 691 335 426

Urszula Kryńska
Kierownik Zespołu
urszula.krynska@pkobp.pl
tel: + 48 722 060 794

Szymon Fabiański
szymon.fabianski@pkobp.pl
tel: +48 722 051 585

Kamil Pastor
kamil.pastor@pkobp.pl
tel: +48 723 670 836

Agnieszka Pierzak
agnieszka.pierzak@pkb.pl
tel: +48 666 823 657

Michał Reczek
michal.reczek@pkb.pl
tel: +48 783 552 546

Anna Wojtyniak-Stefańska
anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl
tel: +48 698 635 126

Wojciech Matysiak
Kierownik Zespołu Analiz Nieruchomości
wojciech.matysiak@pkobp.pl
tel: +48 666 824 393



Bank Polski

Pomyślności w 2025!

analizy.makro@pkobp.pl

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Zastrzeżenia prawne



Bank Polski

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.