

Złoty będzie mocny

Prognozy makroekonomiczne na 2025 rok

Dr Marcin Mrowiec
Główny ekonomista
Grant Thornton

Luty 2025



Prognozy gospodarcze dla Polski na 2025

Przed nami przyspieszenie. Do wciąż solidnego wzrostu konsumpcji prywatnej dołączą inwestycje z funduszy unijnych. Inflacja sięgnie 5,3% w marcu, by spaść poniżej 4% na koniec 2025 r. RPP obniży stopy, czemu sprzyjać będzie silny złoty.

	Dane i prognozy roczne				Dane i prognozy kwartalne							
	2023	2024	2025P	2026P	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25P	2Q25P	3Q25P	4Q25P
Wzrost PKB (% r/r)	0,1	2,9	3,4	3,8	2	3,2	2,7	3,5	3,2	3,3	3,6	3,5
Konsumpcja prywatna (% r/r)	-0,3	3,1	3,1	3,2	4,6	4,6	0,3	3,3	2,9	3	3,1	3,2
Inwestycje (% r/r)	12,6	1,3	7,8	6,5	-1,8	3,2	0,1	0,4	3	6	10	12
Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (% r/r, nominalnie)	11,9	11,2	8,9	7,6	12,5	10,9	10,8	10,2	8,6	8,8	8,9	9,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (% r/r)	0,3	-0,4	0,2	0,3	-0,2	-0,5	-0,1	-0,6	-0,1	0	0,3	0,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	3	2,9	2,7	3,1	2,7	2,9	2,9	3	2,8	2,9	2,9
Inflacja CPI (% r/r, średnio w okresie)	11,4	3,7	4,3	3,8	2,8	2,5	4,5	4,8	4,8	5	3,5	3,7
Stopa referencyjna NBP (% , na koniec okresu)	5,75	5,75	5	4,5	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5	5	5
WIBOR 3M (% , na koniec okresu)	5,88	5,85	5,1	4,6	5,88	5,85	5,85	5,85	5,85	5,12	5,1	5,1
Oprocentowanie 10-letnich obligacji rządowych (% , na koniec okresu)	5,28	5,45	5,7	6	5,44	5,7	5,31	5,8	6	6,1	5,8	6
Kurs EUR-PLN (na koniec okresu)	4,35	4,2	4	4,25	4,3	4,31	4,28	4,27	4,15	4	3,9	4
Kurs USD-PLN (na koniec okresu)	3,95	3,78	3,4	3,65	3,99	4,03	3,83	4,13	3,95	3,8	3,7	3,6

Otoczenie zewnętrzne – co robi Trump?

Zapowiedzi poczynione w trakcie kampanii wyborczej sugerują poważne zmiany w polityce gospodarczej USA, między innymi:

(1) Podwyżki stawek celnych, szczególnie w odniesieniu do towarów z Chin – ale także z innych obszarów: UE, Kanady i Meksyku, a także z Europy. Jeśli chodzi o Kanadę i Meksyk, to mieliśmy już do czynienia z zapowiedzią 25% ceł, które zostały wstrzymane na miesiąc po rozmowach telefonicznych prezydentów i ogłoszeniu pakietów działań na granicach. To zapowiedź tego, iż polityka celna USA będzie używana do osiągania celów w innych obszarach. Równocześnie skala podwyżek ceł importowych będzie ograniczana przez fakt, że szybko i bezpośrednio przekładałyby się one na wzrost kosztów utrzymania amerykańskich gospodarstw domowych.

(2) Deregulacja w zakresie wydobywania nośników energii, w obszarze finansów i nowych technologii. Najpewniejsze wydają się zmiany w obszarze nośników energii – oznaczać to będzie wzrost eksportu paliw z USA, już teraz największego producenta i eksportera ropy naftowej i paliw, obniżając globalne ceny energii.

(3) Obniżki podatków. Istotną częścią kampanii wyborczej były zapowiedzi obniżek zarówno podatku dla przedsiębiorstw, jak i podatków dla gospodarstw domowych. W odniesieniu do tego pierwszego, z obecną stawką bazową 21%, mówiło się o obniżce nawet do 15%, natomiast najbardziej prawdopodobny scenariusz to obniżka do 19%, co wciąż dawałoby amerykańskim przedsiębiorstwom lepszą pozycję konkurencyjną od firm niemieckich (25%) czy japońskich (23%), a nie byłoby tak kosztowne dla budżetu USA jak obniżka do 15%. Jeśli chodzi o PIT, to w 2025 wygasają obniżki ogłoszone w ramach Taxes Cuts and Jobs Act za poprzedniej prezydentury Trumpa – prawdopodobnie stawki dla mniej zarabiających zostaną utrzymane na niższych poziomach, jednak utrzymanie wszystkich obniżonych stawek mogłoby być zbyt kosztowne dla budżetu: w takim scenariuszu łączny koszt przekraczałby 4 tryliony dolarów w ciągu dekady.

W obliczu tego, że amerykański dług publiczny przekracza 110% PKB, obecny deficyt budżetowy zbliżony jest do 7%, a deficyty planowane na kolejne lata zasadniczo nie spadają poniżej 5% PKB, zaś koszty obsługi długu rosną (rentowność 10 letnich obligacji rządowych wynosi ponad 4,5%), wszelkie obietnice wiążące się z dalszym zwiększaniem zadłużenia muszą być traktowane ostrożnie. W przeciwnym wypadku mielibyśmy do czynienia z presją na coraz wyższe rentowności amerykańskich obligacji rządowych, presją na słabego dolara oraz podmywaniem jego pozycji jako globalnej waluty rezerwowej.

Kiedy można spodziewać się znaczących ruchów w polityce gospodarczej USA?

Donald Trump obejmuje stery rozpędzonej gospodarki i jej dalsza stymulacja (np. obniżką podatków) groziłaby m.in. wyższą inflacją, a ten m.in. czynnik przyczynił się do utraty władzy przez Demokratów, którym przypisywano wysoką inflację w okresie po-COVID-woym. Wyższa inflacja oznaczałaby także presję na wyższe rentowności amerykańskich obligacji oraz niższe prawdopodobieństwa obniżek stóp przez Fed. Zapowiadane działania najpewniej zostaną więc rozłożone w czasie. Czego oczekiwać w najbliższych miesiącach?

Kluczowy będzie kwiecień: prawdopodobnie wtedy Kongres zajmie się propozycjami podatkowymi. Do końca tego miesiąca nowy Prezydent USA ma także otrzymać pogłębioną analizę polityki handlowej USA, co będzie podstawą do decyzji m.in. w zakresie ceł.

Wprowadzając cła, administracja Trumpa musi brać pod uwagę, że cła nałożone na towary konsumpcyjne bezpośrednio i bezzwłocznie przekładają się na wzrost kosztów życia obywateli. Musi im więc towarzyszyć równoczesne obniżenie obciążeń podatkowych, szczególnie po stronie gospodarstw domowych. Cła prezydent Trump może wprowadzić samodzielnie, natomiast do obniżek podatków potrzebuje Kongresu. Republikanie mają tam większość, ale nie jest ona duża, równocześnie zaś sami są podzieleni jeśli chodzi o zmiany w podatkach; część Republikanów dostrzega realne ryzyka płynące z dalszego zwiększania deficytu budżetowego USA. Tak więc w pierwszym etapie musi dojść do uzgodnień w kwestiach podatkowych, z którymi później harmonizowane będą zmiany w zakresie ceł. Do tego czasu prawdopodobnie D.Trump będzie używał tematu ceł jako argumentu w negocjacjach z partnerami zewnętrznymi, próbując uzyskać inne cele strategiczne.

Solidny wzrost konsumpcji prywatnej w Polsce:

Co prawda w 2025 konsumpcja prywatna nie będzie miała tak silnego wsparcia w dochodach gospodarstw domowych jak w roku poprzednim, kiedy to płaca minimalna wzrosła ponad 20% (w tym roku będzie to ok 8%), płace w sektorze budżetowym zostały podniesione o 20-30% (w tym roku 5-7%), zaś płace w sektorze przedsiębiorstw rosły w tempie 11-13% - podczas gdy w roku bieżącym wzrosną w granicach 8-10%. Rok poprzedni był wyjątkowy w tym względzie, gdyż wysokie nominalne wzrosty podyktowane były wcześniejszą wysoką inflacją, ale miały miejsce w otoczeniu już niższej inflacji, dając bardzo wysokie realne wzrosty płac. W roku bieżącym te wzrosty będą niższe, ale wciąż wystarczające aby zapewnić solidny, ok 3% wzrost konsumpcji prywatnej.

Inwestycje „na sterydach z Unii” w 2025

Głównym motorem wzrostu inwestycji będą w 2025 roku środki unijne, zarówno te z KPO, jak i z funduszy spójności na lata 2021-2027. W ramach środków z funduszy spójności zgodnie z projektem ustawy budżetowej ma być wydane ponad 35 mld zł, zaś w ramach KPO będzie to co najmniej 50 mld zł, a być może nawet blisko 70 mld zł. To sprawia iż rok 2025 będzie stał pod znakiem istotnego przyspieszenia dynamiki inwestycji w gospodarce, do ok 8-10%, względem ich stagnacji w 2024. Wciąż niestety nie widać wyraźniejszych symptomów ożywienia inwestycji sektora prywatnego w najbliższych kwartałach.

Inflacja konsumencka

Głównymi czynnikami napędzającym inflację CPI w 2025 będą:

- Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw w tempie zbliżonym do dwucyfrowego,
- Skutki wyłączenia tak zwanych tarcz antyinflacyjnych,
- Wysoki deficyt budżetu państwa,
- Napływ środków unijnych, zwiększających podaż pieniądza w gospodarce.

Najwyższy odczyt CPI przyniesie marzec, ok 5,3-5,4% r/r. Do wakacji inflacja pozostawać będzie pomiędzy 4 a 5%, a w drugiej połowie roku będzie kształtować się pomiędzy 3 a 4%.

Stopy procentowe RPP

Pomimo wypowiedzi Prezesa NBP, sugerującej brak zmian stóp procentowych aż do 2026, większość obserwatorów zakłada, że stopy zostaną obniżone w roku bieżącym. Istotna będzie tutaj marcowa Projekcja Inflacji NBP – jeśli podtrzyma przekaz z poprzedniej edycji, sugerujący zbliżanie się inflacji do celu w horyzoncie projekcji (2 lata), to pytaniem będzie raczej „kiedy”, a nie „czy” stopy zostaną obniżone. Nie wykluczam obniżki już w marcu – szczególnie gdyby złoty kontynuował wzmocnienie do tego czasu – jednak wobec w/w wypowiedzi Prezesa obecnie scenariusz bazowy zakłada obniżkę w drugim kwartale 2025. Niezmiennie zakładam iż dostosowanie stóp będzie znaczne ale jednorazowe, 75pb, co obniży stopę referencyjną do 5,00%.

Złoty będzie coraz mocniejszy

Podtrzymujemy prognozę znacznej aprecjacji złotego w stosunku do głównych walut w najbliższych kwartałach, jak również prognozę aprecjacji EUR w stosunku do USD w najbliższych latach.

Złotemu sprzyjać będą: (a) solidny wzrost gospodarki, (b) rosnący dysparytet stóp procentowych, zaś dodatkowym czynnikiem w trakcie 2025 prawdopodobnie będzie (c) spadek ryzyka geopolitycznego w związku z zakończeniem bądź zamrożeniem wojny na Ukrainie.

Bazowy scenariusz dla złotego zakłada wzmocnienie EUR-PLN poniżej 4,00 w II-III kwartale oraz USD-PLN poniżej 3,8 w drugiej połowie 2025. Wzmocnieniu złotego do dolara sprzyjać będzie wzrost EUR-USD: wbrew dominującej obecnie retoryce i oczekiwaniom „mocnego dolara”, za bardziej prawdopodobny scenariusz uznaję średnioterminowe osłabienie waluty amerykańskiej. Z jednej strony wynikać to będzie z wysokich deficytów: zarówno fiskalnego, jak i handlowego, a z drugiej strony byłoby to spójne z deklaracjami równoważenia bilansu handlowego. Słabszy dolar sprzyjałby amerykańskiemu eksportowi, równocześnie czyniąc dobra importowane mniej konkurencyjnymi.

Moje bieżące prognozy makroekonomiczne, tj. 3,4% wzrostu PKB w 2025 roku oraz średnioroczna inflacja na poziomie 4,3%, pozostają w obrębie rynkowego konsensusu.

Obszarem, w którym prognozy zdecydowanie poza konsensus wychodzą, są prognozy walutowe. Moim zdaniem bardzo prawdopodobna jest znaczna aprecjacja złotego, poniżej 3,90 względem euro latem 2025, zaś względem dolara poniżej 3,80 w drugiej połowie roku.

Prognoza dotycząca USD/PLN bazuje na innej, „poza-konsensualnej” prognozie, dotyczącej EUR-USD. Wbrew dominującej retoryce i oczekiwaniom „mocnego dolara”, sądzę że znacznie spójniejszym z fundamentami ekonomicznymi (wysokie deficyty) oraz deklaracjami równoważenia bilansu handlowego będzie dolar „słaby” – prognozuję wzrost EUR-USD powyżej 1,10 do końca 2025 roku.

dr Marcin Mrowiec
Główny ekonomista
Grant Thornton



Zapraszamy do kontaktu



dr Marcin Mrowiec

Główny ekonomista

Grant Thornton

T +48 609 236 208

E Marcin.Mrowiec@pl.gt.com



O Grant Thornton w Polsce



1100
pracowników



2500 Klientów
obsługiwanych rocznie



7 biur