



Pięć prognoz na 2025 rok

9 stycznia 2025 r.



Podsumowanie 2024 roku

- 1. Słabsze odbicie gospodarcze w Polsce.** Wzrost PKB Polski w 2024 r. wyniesie około 3 proc. r/r, co jest wynikiem poniżej prognoz rynkowych z początku 2024, gdy spodziewano się wzrostu przekraczającego 3,5 proc. My tymczasem rewidowaliśmy prognozę wzrostu z 2,5 proc. do 3 proc. w ciągu tego roku przez lepszą od oczekiwanych kondycję konsumenta. Wzrost gospodarczy wspierały wydatki obronne, przeciętna konsumpcja oraz wzrost zapasów. Negatywny wpływ miał eksport netto i inwestycje. Rynek czeka na środki z KPO, które obecnie są kontraktowane, tak by zobaczyć efekty inwestycyjne w 2025 roku.
- 2. Inflacja pozostała kluczowym problemem i uniemożliwiła obniżkę stóp procentowych.** W ciągu całego 2024 r. inflacja bazowa w Polsce utrzymała się powyżej 4 proc., co wykluczyło możliwość obniżek stóp procentowych przez NBP. Wyższe ceny usług i produktów farmaceutycznych, powrót VAT na żywność oraz częściowe zmiany taryf energetycznych wpłynęły na wzrost wskaźnika inflacji CPI, który w całym roku osiągnął poziom około 3,7 proc. r/r. RPP z tego powodu nie dokonała cięć. Na początku spodziewano się tego, że do końca roku stopy procentowe mogą zmniejszyć się nawet o 100 pb.
- 3. Procedura nadmiernego deficytu dla Polski.** W 2023 r. znowu zaczęły obowiązywać unijne reguły fiskalne, a Polska z deficytem przekraczającym 3 proc. i długiem SFP powoli dochodzącym do 60 proc. PKB została nią objęta. Zmienione reguły fiskalne nie są tak ostre jak tuż po kryzysie finansowym, ale KE będzie przyglądać się wydatkom naszego kraju. Średni wzrost wydatków budżetowych w kolejnych czterech latach nie powinien być większy niż 4,5 proc., a do 2028 r. musimy zejść z deficytem poniżej 3 proc. PKB.



- 4. Kryzysy polityczne w Europie.** Przyspieszone wybory parlamentarne we Francji po wyborach europejskich doprowadziły do destabilizacji rządu i wielotygodniowych prób powołania nowego gabinetu technicznego, którego premierem został Michel Barnier. Napięcia na linii rząd-prawica, doprowadziły do upadku jego gabinetu po to, by Francja mogła mieć uchwalony budżet na rok 2025. Drugi kryzys polityczny dotknął Niemiec, gdzie koalicja SPD, FDP i Zielonych się rozpadła przy targach dotyczących polityki fiskalnej. Przyspieszone wybory parlamentarne odbędą się w lutym 2025 roku. Dodajmy do tego recesyjne odczyty PMI ze strefy euro oraz obydwu kluczowych gospodarek europejskich i mamy potencjalny kryzys instytucjonalny oraz gospodarczy.
- 5. Powrót Donalda Trumpa do Białego Domu.** Na liście prognoz na 2024 rok nie zabrakło perspektywy zmiany politycznej w USA, która się dokonała zgodnie z prognozami z tzw. swing states oraz według zakładów bukmacherów. Druga prezydentura Trumpa rozpocznie się dopiero 20 stycznia, ale już wiemy, że będzie ona oznaczała obniżki podatków korporacyjnych, więcej i wyższych ceł dla Meksyku, UE, a przede wszystkim ChRL. To może doprowadzić do wyższego poziomu zadłużenia i wyższych deficytów fiskalnych, a także wyższej inflacji. Przez to rynki wyceniają mniejszą skalę obniżek stóp procentowych w 2025 roku w USA.
- 6. GPW poradziła sobie gorzej niż europejskie parkiety.** Pomimo wyzwań pojawiły się pewne pozytywne sygnały, takie jak stopniowe odbicie w sektorach technologicznych i ochrony zdrowia. Niemniej jednak, aby polska giełda mogła odzyskać dynamikę, konieczne są zarówno stabilizacja na poziomie makroekonomicznym, jak i działania wzmacniające zaufanie inwestorów, w tym rozwój rynku kapitałowego i poprawa warunków dla debiutów giełdowych. Ostatnie IPO zostało bowiem odwołane. Rynki wschodzące, w tym Polska, szczególnie odczuły skutki globalnej awersji do ryzyka kapitału.



1. RPP obniży stopy procentowe w III kw. 2025. Przestrzeń do pierwszej obniżki stóp dostrzegamy w marcu 2025 r. W horyzoncie roku rynek wycenia ponad 100 pb. obniżek, natomiast ostatnie wypowiedzi prezesa NBP sugerują, że nastąpi to najwcześniej jesienią 2025, co oznacza, że bardziej prawdopodobne jest ścięcie około 50 pb. do końca roku. Będziemy wtedy też już po kolejnych obniżkach stóp procentowych w strefie euro. *Forward guidance* wskazuje, że EBC będzie podejmował decyzje z posiedzenia na posiedzenie w odpowiedzi na napływające dane. W horyzoncie roku rynek wycenia, że stopa depozytowa spadnie o 100 pb. przybliżając się do poziomu około 2 proc. Fed obniżył stopy procentowe na ostatnim posiedzeniu. W horyzoncie roku rynek wycenia 75-100 pb. obniżek.

2. Nowy rząd Niemiec odziedziczy strukturalne problemy gospodarki. Niemcy będą miały najniższy wzrost PKB wśród krajów UE w 2025 roku: 0,7 proc. wzrostu PKB r/r, ale co kluczowe gospodarka niemiecka praktycznie nie urosła od 2017 roku. Spowolnienie wynika z problemów strukturalnych, takich jak ceny energii ze względu na koszty gazu, zmniejszanie się konkurencyjności eksportu. Nierównowaga w niemieckiej gospodarce, zwłaszcza zbyt duża zależność od eksportu i niskie inwestycje, prowadzi do stagnacji. Rozwiązanie niemieckich problemów oznaczałoby większe inwestycje wewnętrzne oraz restrukturyzację gospodarki.

3. Oczekujemy odbicia inwestycji w Polsce w 2025 roku, zwłaszcza tych związanych z KPO. Ich wpływ na PKB może wynieść około 0,5-1,0 punktu procentowego. Wzrost PKB, który ma wynieść około 3,5 proc. r/r. Wzrost ten będzie wspierany przez kontynuację ożywienia konsumpcji prywatnej, która wzrośnie o 3,2 proc., dzięki poprawie sytuacji dochodowej gospodarstw domowych i utrzymującej się skłonności do wydawania. Inwestycje, choć początkowo wolniejsze, również nabiorą tempa, osiągając wzrost na poziomie 7,5 proc.



4. Po słabym 2024 r. firmy będą odbudowywać marżowości.

W III kw. 2024 roku rentowność polskich przedsiębiorstw niefinansowych spadła do 3,5 proc. (a od początku osiągnęła poziom 3,4 proc.), co stanowi jeden z najniższych poziomów w ostatnich latach. Dla porównania, w analogicznym okresie 2023 roku wskaźnik ten wynosił 4,7 proc., a średnia historyczna to 4,5 proc. Spadek rentowności wynika głównie z większego obniżenia przychodów (o 3,5 proc.) niż kosztów (o 2,1 proc.), co skutkuje pogorszeniem wyników finansowych firm. Okres 2025 roku przy spadających stopach procentowych, dodatkowych środkach z KPO w polskiej gospodarce będzie szansą na poprawę wskaźników rentowności, które w Polsce w przeszłości były na jednym z wyższych w UE poziomów. Pomóc w tym może proces automatyzacji, który stopniowo następuje w firmach przemysłowych. W przeciwnym kierunku działają koszty energii.

5. USA może doprowadzić do zawarcia porozumienia pokojowego lub zamrożenia konfliktu na Wschodzie.

Amerykańska dyplomacja wykorzysta nieprzewidywalność prezydenta do procesu negocjacji pokojowych. Według publicznych doniesień, Kijów jest gotowy do rokowań, ale ich sukces zależy od tego, czy Władimir Putin się na nie zgodzi. Sytuacja Rosji po utracie Syrii i kroczący kryzys gospodarczy w 2025 roku mogą skłonić Kreml do zawieszenia broni, które ustabilizowałyby też sytuację Europy. Dla Polski ustabilizowanie sytuacji wojennej zdjęłoby geopolityczne odium z GPW i obniżyłoby koszty obsługi długu.



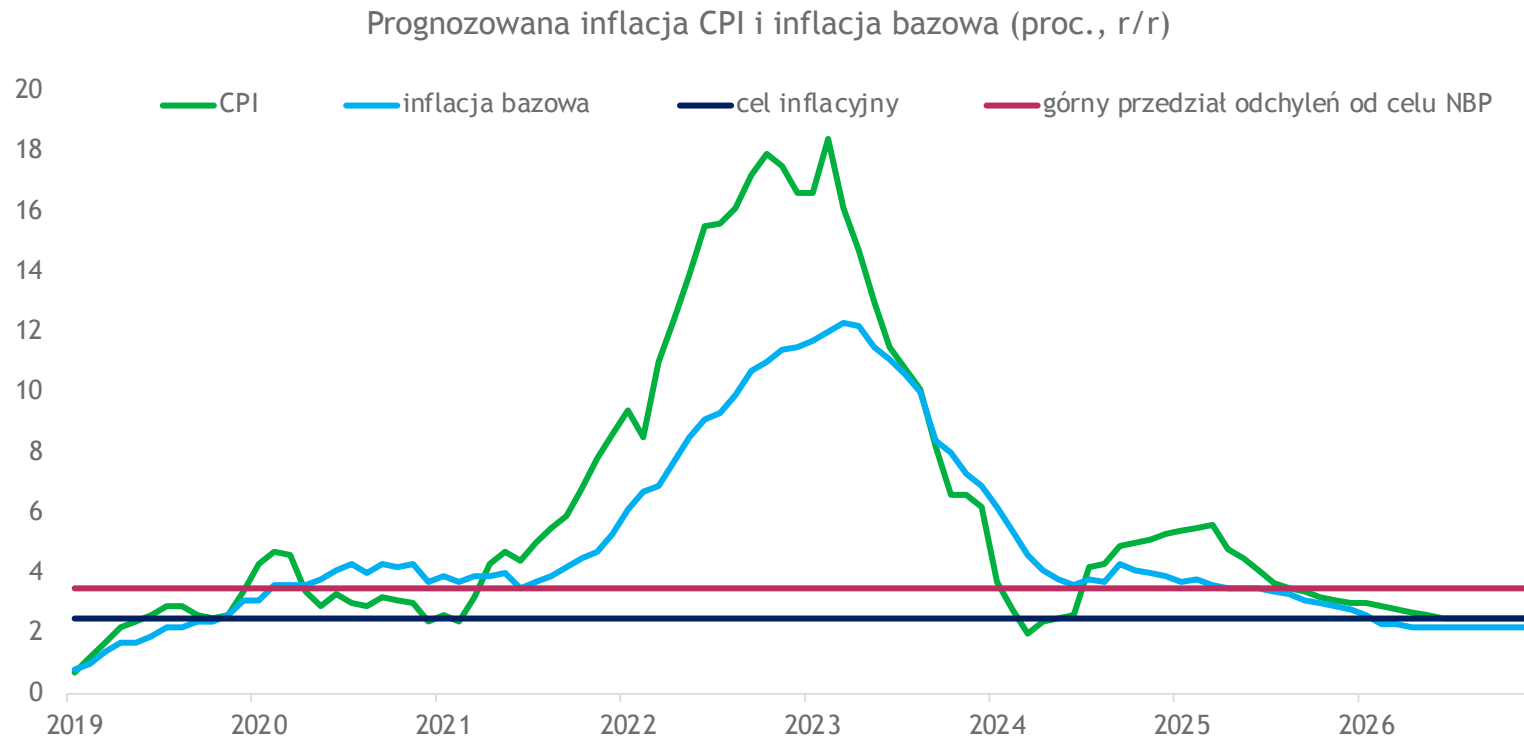
1. Obniżka stóp procentowych

Rok, w którym RPP obniży stopy procentowe

BANKI CENTRALNE NA ŚWIECIE ROZPOCZĘŁY PROCES OBNIŻEK STÓP PROCENTOWYCH. DOŁĄCZY DO NICH TAKŻE NBP.



- **RPP obniży stopy procentowe w III kw. 2025.** Przestrzeń do pierwszej obniżki stóp dostrzegamy w marcu 2025 r. W horyzoncie roku rynek wycenia ponad 100 pb. obniżek, natomiast ostatnie wypowiedzi prezesa NBP sugerują, że nastąpi to najwcześniej jesienią 2025, co oznacza, że bardziej prawdopodobne jest ścięcie około 50 pb. do końca roku. Będziemy wtedy też już po kolejnych obniżkach stóp procentowych w strefie euro. *Forward guidance* wskazuje, że EBC będzie podejmował decyzje z posiedzenia na posiedzenie w odpowiedzi na napływające dane. W horyzoncie roku rynek wycenia, że stopa depozytowa spadnie o 100 pb. przybliżając się do poziomu około 2 proc. Fed obniżył stopy procentowe na ostatnim posiedzeniu 2024 roku. W horyzoncie 12 miesięcy rynek wycenia 75-100 pb. obniżek.



Źródło: VeloBank na podstawie Refinitiv.

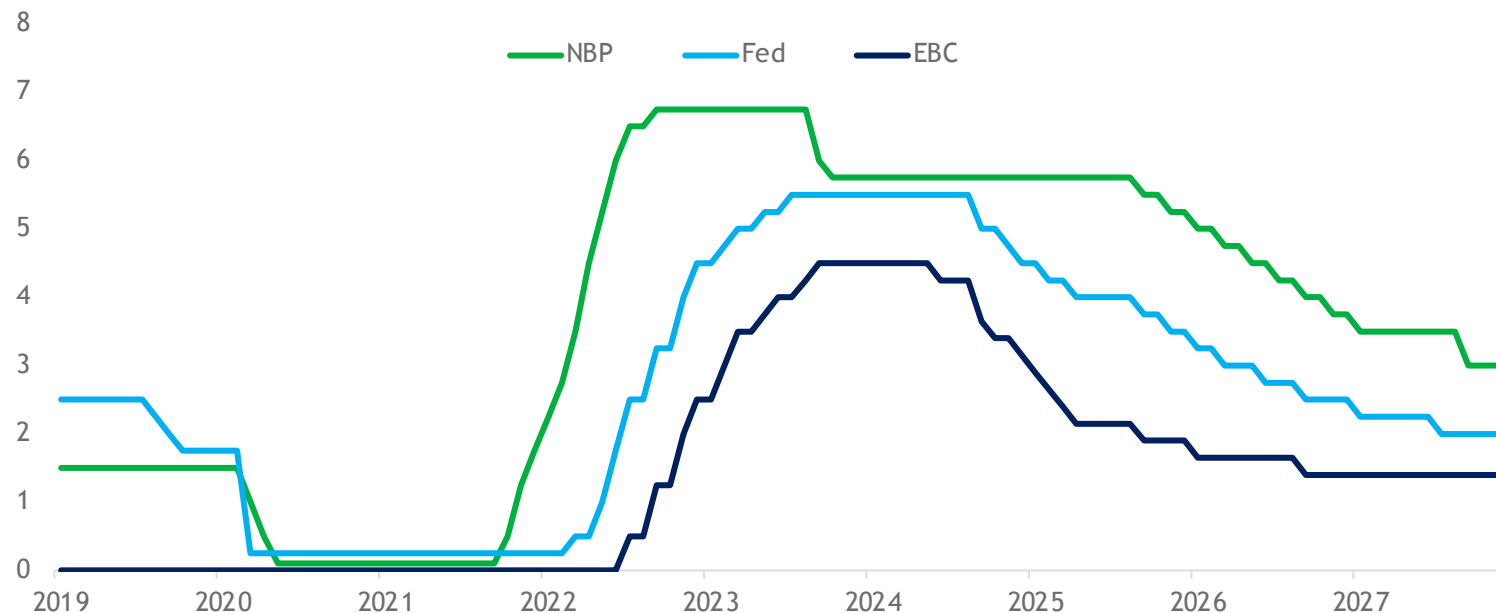
Rok, w którym RPP obniży stopy procentowe

BANKI CENTRALNE NA ŚWIECIE ROZPOCZĘŁY PROCES OBNIŻEK STÓP PROCENTOWYCH. DOŁĄCZY DO NICH TAKŻE NBP.



- **Ceny energii będą zamrożone do końca września 2025 r.** Sejm przyjął projekt ustawy, który zakłada utrzymanie maksymalnej ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych na poziomie 500 zł/MWh w okresie od 1 stycznia do 30 września 2025 roku. Bez wprowadzenia tego rozwiązania cena wynosiłaby 623 zł/MWh. Jednocześnie, w przypadku pozostałych odbiorców, w tym przedsiębiorstw, zrezygnowano z mechanizmu maksymalnej ceny. Decyzja o ewentualnym przedłużeniu ceny maksymalnej poza wrzesień zostanie podjęta w połowie roku. Koszt zamrożenia cen energii w 2025 roku oszacowano na 5,058 mld PLN. Z tej kwoty 3,582 mld PLN wynika z utrzymania maksymalnej ceny dla gospodarstw domowych, a 1,476 mld PLN pochodzi z zawieszenia poboru opłaty mocowej. Rozwiązanie to obniży inflację (do września) o około 0,3 pkt. proc. w stosunku do wcześniejszej prognozy. Od stycznia wzrosną taryfy dystrybucyjne na gaz o 25 proc., co także podniesie inflację CPI.

Podstawowe stopy procentowe w Polsce, strefie euro i USA

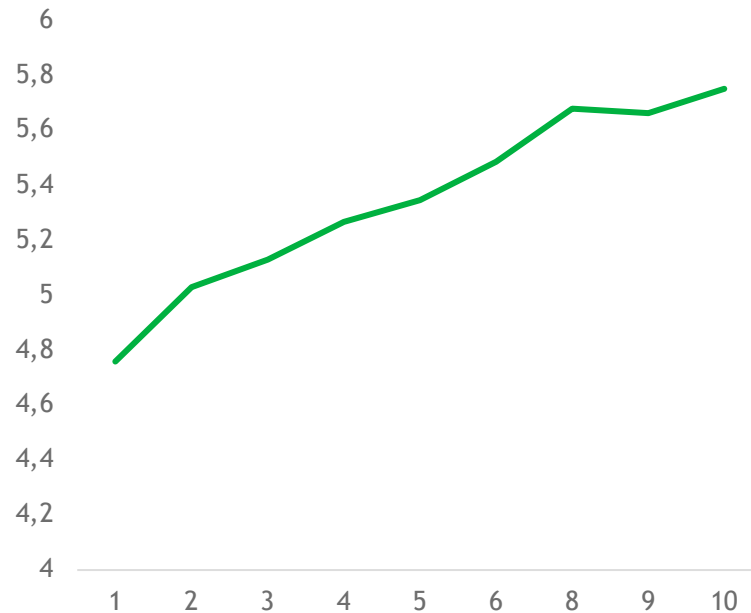


Źródło: VeloBank na podstawie Refinitiv.

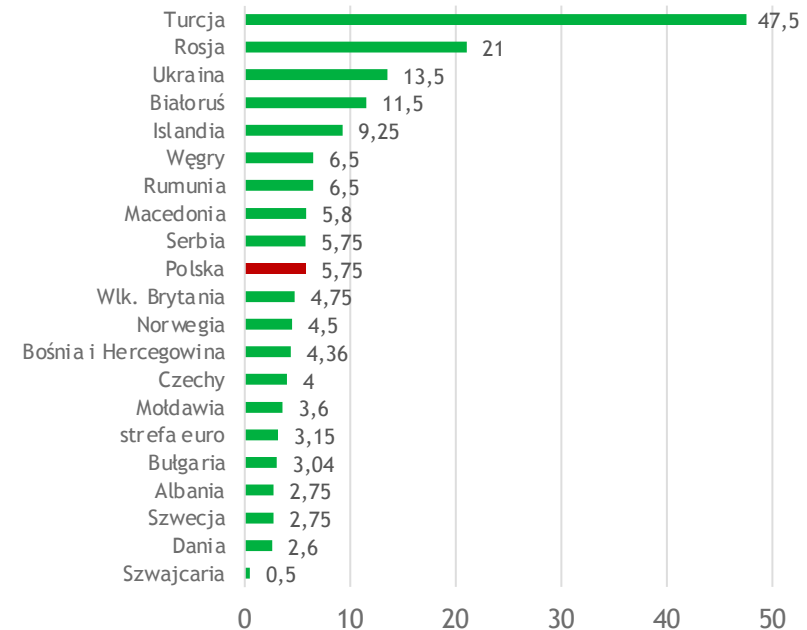
Rok, w którym RPP obniży stopy procentowe, a złoty nie musi się umocnić

- Inflacja CPI będzie spadać, ale decyzje administracyjne mogą ją jeszcze podbić.** Pod koniec 2024 r. inflacja spadła do poziomu około 5 proc. r/r i będzie się utrzymywać na takim podwyższonym poziomie przez styczeń-marzec, osiągając szczytowy poziom około 5,5 proc. r/r w marcu. W kolejnych miesiącach inflacja dzięki temu, że ceny energii będą się kształtować na niższym poziomie powinna osiągnąć poziom niższy od 4 proc., a w okolicach wakacji zbliżyć się do celu inflacyjnego 2,5 proc. r/r z 1 pkt. proc. górnym przedziałem odchylenia. Do końca roku powinna spaść do poziomu poniżej 3 proc., a w I kw. 2026 r. realnie znaleźć się w celu inflacyjnym banku centralnego i utrzymywać się w kolejnych miesiącach. Jej finalny poziom będzie jednak zależny od momentu decyzji administracyjnej o uwolnieniu cen energii i wpływie tego na koszyk inflacyjny.

Krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych (proc.)



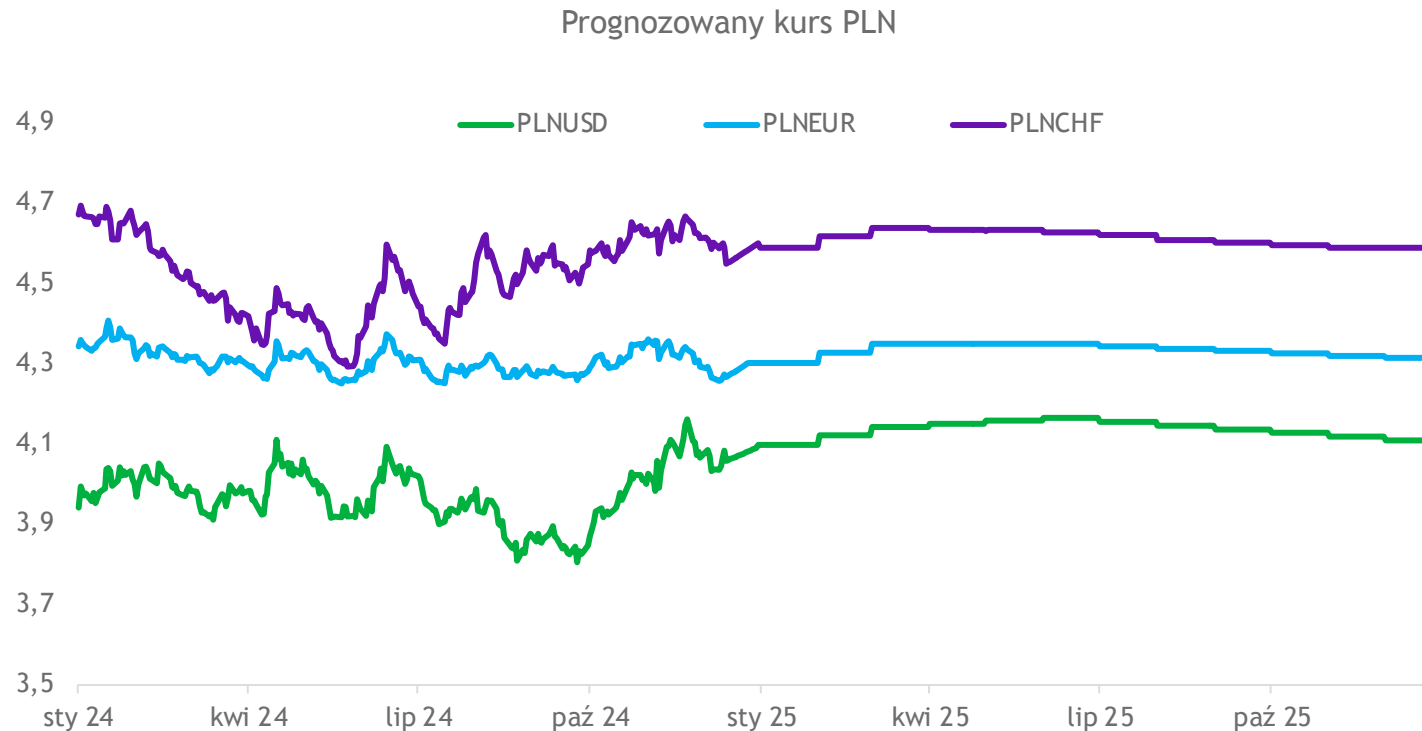
Stopy procentowe w Europie



Źródło: VeloBank wg stanu na 12.12.24 na podstawie Refinitiv.

Rok, w którym RPP obniży stopy procentowe, a złoty nie musi się umocnić

- **Polski złoty będzie się osłabiał.** Kurs EURUSD odnotował ostatnio zmiany, częściowo z powodu lepszych danych makroekonomicznych oraz przewidywań dotyczących bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej po wyborze Donalda Trumpa na prezydenta USA. W najbliższych miesiącach prognozuje się stabilizację kursu na wyższym poziomie, a następnie jego stopniowy spadek związany z różnicami w produktywności gospodarek. Z kolei EURPLN pozostaje stabilny, przewidujemy utrzymanie kursu na obecnych poziomach, z potencjalnym osłabieniem złotego wskutek mocniejszego dolara. Także CHF powinien utrzymywać się na podwyższonym poziomie pomimo interwencji szwajcarskiego banku centralnego. Zmianę prognoz warunkują wydarzenia geopolityczne jak m.in. próby zawarcia porozumienia między Ukrainą i Rosją oraz dalsze niepokoje na Bliskim Wschodzie.



Perspektywy cen surowców



- Złoto:** Przewidujemy wzrost cen, chociaż dynamika może się spowolnić po silnym rajdzie w 2024 roku. Do połowy 2025 r. cena złota może osiągnąć poziom 2600-2800 USD za uncję, napędzana globalnymi niepewnościami i polityką monetarną sprzyjającą bezpiecznym aktywom. W dalszej perspektywie możliwe są korekty w przypadku zmniejszenia napięć geopolitycznych lub zmian w polityce stóp procentowych.
- Srebro:** Oczekuje się, że srebro zyska na wzroście popytu przemysłowego, szczególnie w zielonych technologiach. Prognozowane ceny na 2025 r. wynoszą około 30-33 USD za uncję. Srebro może być mniej stabilne niż złoto, ale potencjał wzrostowy pozostaje solidny, szczególnie przy rosnącym popycie na odnawialne źródła energii i magazynowanie energii.
- Aluminium:** Cena aluminium może rosnąć dzięki ograniczeniom w podaży i zwiększającemu się zapotrzebowaniu. Przewidujemy, że cena za tonę aluminium do końca 2025 r. może wzrosnąć z obecnych około 2500 USD do 3000 USD. Kluczowym czynnikiem będzie produkcja w Chinach, które osiągnęły limity wydobycia i ograniczyły wsparcie dla eksportu, co ograniczy globalną podaż.
- Miedź:** Znana jako „zielony metal”, miedź ma przed sobą perspektywy wzrostu cen dzięki zapotrzebowaniu w sektorze odnawialnych źródeł energii i pojazdów elektrycznych. Zakłócenia w dostawach i wyzwania dla górnictwa w Ameryce Południowej mogą dodatkowo podbić ceny. Przewiduje się, że ceny miedzi będą stabilnie rosły.
- Lit:** Ceny litu, wykorzystywanego w bateriach dla pojazdów elektrycznych, mają szansę na wzrost w 2025 r., choć dynamika może być umiarkowana. Po znaczącym wzroście cen w 2022 r., w 2023 i 2024 r. rynek notował stabilizację z powodu większej podaży i spowolnienia popytu na pojazdy elektryczne. Jednak oczekiwany wzrost produkcji EV oraz rozwój technologii magazynowania energii w 2025 r. może ponownie wpłynąć na wyższe ceny litu, szczególnie w obliczu ograniczeń w dostępie do surowców.
- ETS:** W ramach systemu handlu emisjami w UE (ETS) ceny uprawnień do emisji CO₂ mogą wzrosnąć w 2025 r. z powodu zwiększonego zakresu regulacji. Zgodnie z harmonogramem, 70 proc. emisji z sektora transportu morskiego będzie podlegało ETS w 2025 r., co stanowi wzrost w porównaniu do 40 proc. w 2024 r. Prognozowane ceny uprawnień do emisji mogą sięgać nawet 100 EUR za tonę CO₂, co znacząco wpłynie na koszty przedsiębiorstw, zwłaszcza w sektorach energochłonnych.
- Ropa:** Prognozy na 2025 rok dla cen ropy wskazują na stabilizację w przedziale 70-85 USD za baryłkę, z uwagi na przewidywaną nadwyżkę podaży wynoszącą około 1 miliona baryłek dziennie. Międzynarodowa Agencja Energetyczna (IEA) szacuje, że wzrost popytu będzie umiarkowany, a działania OPEC+ w zakresie ograniczenia produkcji mogą tylko częściowo równoważyć nadmiar na rynku. Ryzyka geopolityczne, takie jak konflikty na Bliskim Wschodzie, mogą jednak chwilowo podbijać ceny.



2. Stagnacja gospodarki Niemiec

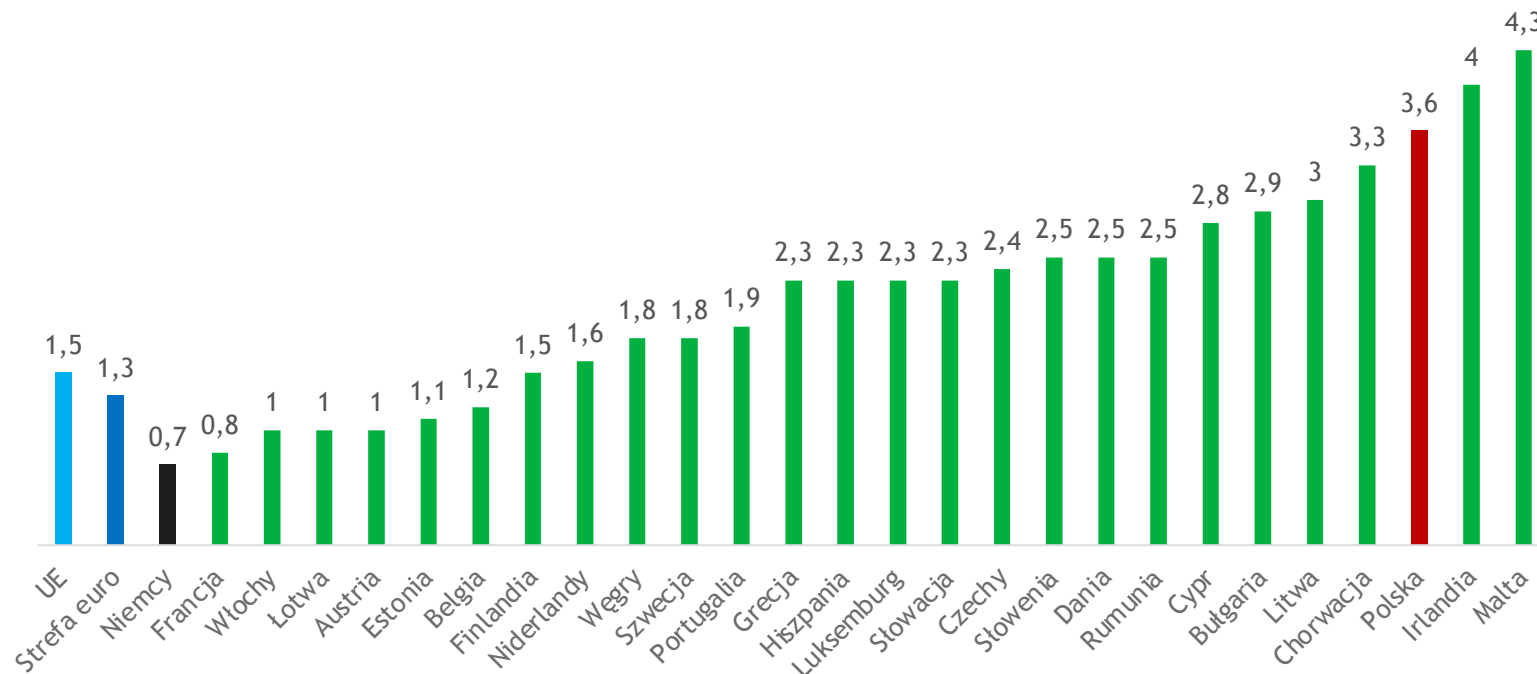
Niemcy będą najwolniej rozwijającą się gospodarką UE w 2025 roku

GOSPODARKA RFN ZAWODZI OD KILKU LAT I 2025 ROK NIE BĘDZIE POD TYM WZGLĘDEM PRZEŁOMEM. ZMIANA KANCLERZA NIE ROZWIĄŻE PROBLEMÓW STRUKTURALNYCH NIEMIEC.



- **Spowolnienie wzrostu gospodarczego.** Niemcy będą miały najniższy wzrost PKB wśród krajów UE w 2025 roku: 0,7 proc. wzrostu PKB r/r, ale co kluczowe gospodarka niemiecka praktycznie nie urosła od 2017 roku. Spowolnienie wynika z problemów strukturalnych, takich jak ceny energii ze względu na koszty gazu, zmniejszanie się konkurencyjności eksportu. W swojej najnowszej książce "Kapot", Wolfgang Münschau podkreśla, jak nierównowaga w niemieckiej gospodarce, zwłaszcza zbyt duża zależność od eksportu i niskie inwestycje, prowadzi do stagnacji.

Zmiana PKB w 2025 r. (proc. r/r)



Źródło: VeloBank na podstawie KE i Eurostat.

Niemcy będą najwolniej rozwijającą się gospodarką UE w 2025 roku

GOSPODARKA RFN ZAWODZI OD KILKU LAT I 2025 ROK NIE BĘDZIE POD TYM WZGLĘDEM PRZEŁOMEM. ZMIANA KANCLERZA NIE ROZWIĄŻE PROBLEMÓW STRUKTURALNYCH NIEMIEC.

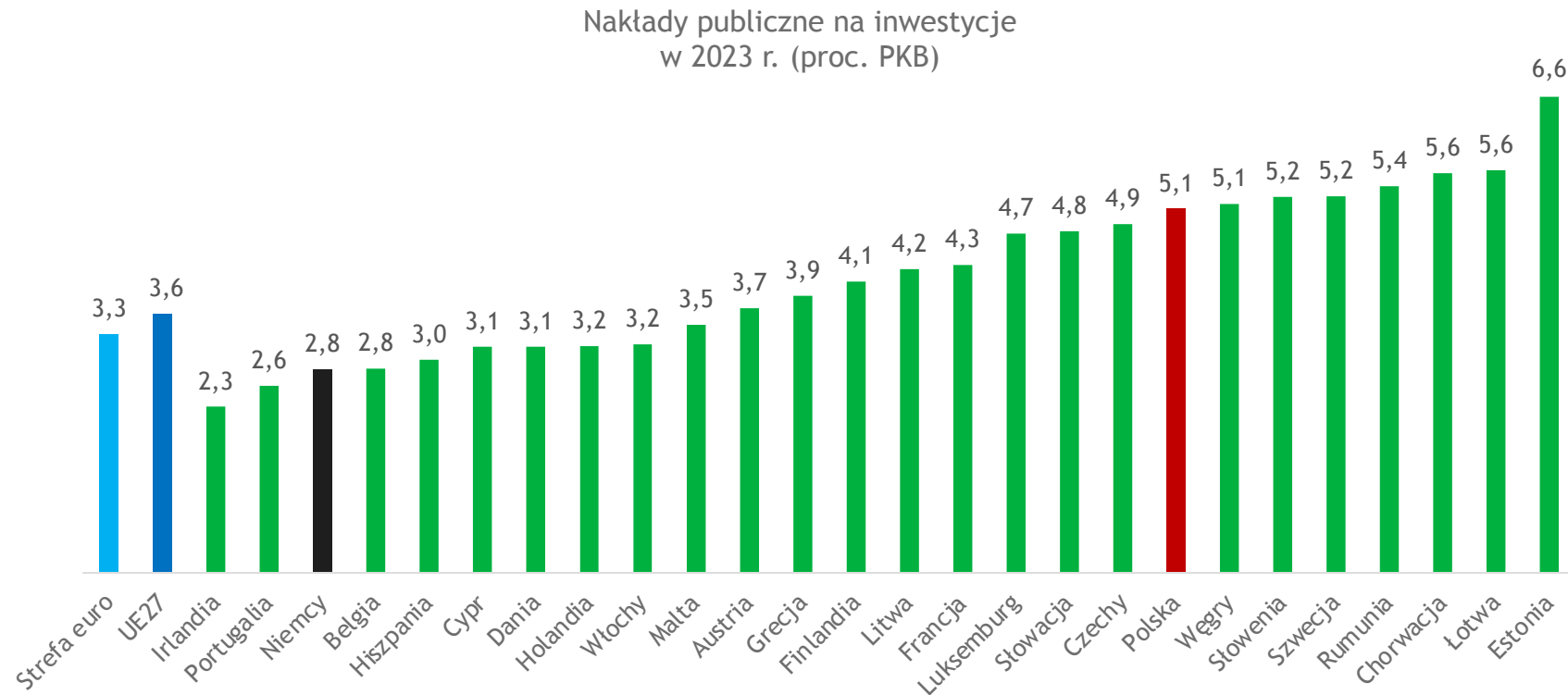


- **Problemy strukturalne i demograficzne.** RFN zmagać się będzie z rosnącym problemem starzejącej się populacji. Malejąca liczba osób w wieku produkcyjnym wpłynie na wzrost kosztów pracy oraz produktywność. Niemiecki przemysł musi się automatyzować i obniżyć koszt krańcowy produkcji, a wiele niemieckich firm czeka restrukturyzacja, co przy niskiej (5 proc. stopie bezrobocia) nie będzie tworzyć tak dużych problemów jak na początku lat 2000. Reagując na fatalne wskaźniki informujące o sytuacji na rynku pracy, rząd niemiecki w latach 2003-2005 wdrożył zakrojone na wielką skalę reformy rynku pracy, zwane reformami Hartza. Dzisiaj firmy przemysłowe planują zwolnienia, a gospodarka Niemiec potrzebuje inwestycji publicznych, redukcji kosztów energii oraz deregulacji.
- **Wzrost udziału Chin w rynku pojazdów elektrycznych (EV) może znacząco wpłynąć na zatrudnienie w przemyśle motoryzacyjnym w Europie.** Największe spadki prognozowane przez MFW są w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, takich jak Słowacja (-2,8 proc.), Węgry (-2,4 proc.) i Czechy (-2,2 proc.), które są silnie uzależnione od sektora motoryzacyjnego. Niemcy, jako największy producent samochodów w Europie, mogą odnotować spadek zatrudnienia na poziomie -1,5 proc., co może mieć poważne skutki dla całej gospodarki europejskiej. Włochy (-1 proc.) i Francja (-0,7 proc.) są relatywnie mniej narażone, co wynika z większej dywersyfikacji ich gospodarek.

Nowy rząd, stare problemy z inwestycjami i konkurencyjnością



- **Niższe inwestycje publiczne.** Podczas gdy rządy innych krajów UE stawiają na intensywniejsze wydatki na innowacje i zrównoważony rozwój, Niemcy nadal borykają się z problemami biurokratycznymi i niechęcią do większych projektów inwestycyjnych oraz lękiem przed niezrównoważonym budżetem. Niemcy wydają na inwestycje publiczne 2,8 proc. PKB, przy średniej UE sięgającej 3,6 proc. i wartości dla Polski na poziomie 5,1 proc., czy Szwecji 5,2 proc.
- **Konkurencja z krajami Europy Środkowo-Wschodniej i Hiszpanii.** Gospodarki takich krajów jak Polska, Węgry czy Czechy rozwijają się szybciej niż niemiecka, głównie dzięki dynamicznym inwestycjom zagranicznym i rosnącej roli sektora usług i rosnącemu udziałowi OZE w miksie energetycznym. Podobnie atrakcyjna stała się Hiszpania, co widać w napływie FDI do tego kraju w 2024 roku.

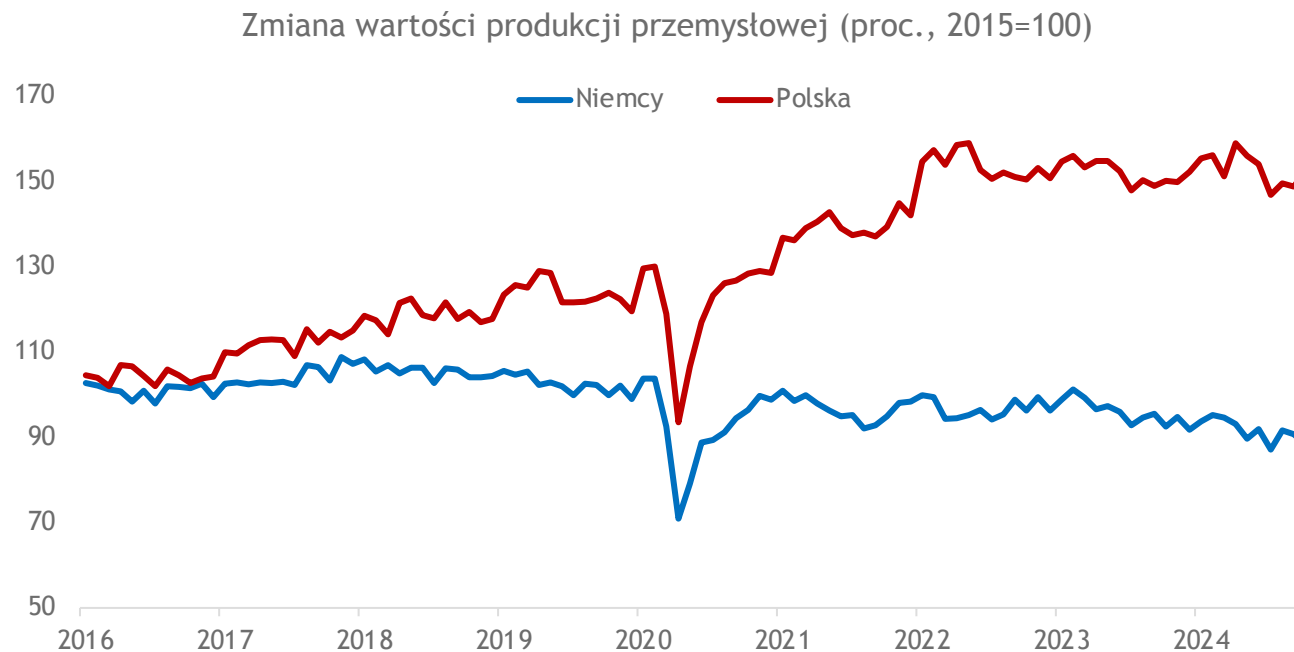


Źródło: VeloBank na podstawie Eurostat.

- **Wybory parlamentarne i koalicja CDU-SPD.** W 2025 r. Niemcy przejdą przez wybory parlamentarne, które prawdopodobnie wygra CDU. Po wyborach spodziewana jest koalicja z SPD. Oczekuje się, że koalicja ta skoncentruje się na zwiększeniu inwestycji w nowe technologie, jednak w obliczu trudnych warunków gospodarczych, zmiany te mogą być ograniczone i niewystarczające do stymulowania szybszego wzrostu. Alternatywne scenariusze oznaczają jakąś formułę rządów z udziałem prawicowej AfD.
- **Miał być przemysł 4.0, a kończy się na deindustrializacji.** BASF, lider branży chemicznej, przeniósł część swojej produkcji do Chin z powodu niższych kosztów operacyjnych. Podobnie firma Miele, producent sprzętu AGD, zdecydowała o przeniesieniu części produkcji do Polski, wskazując na niższe koszty pracy, mniejszą biurokrację i lepsze warunki dla inwestycji. Inne przykłady to producent pojazdów rolniczych Kempf oraz mniejsze firmy z sektora przemysłowego, które planują rozwijać się poza granicami Niemiec w bardziej przyjaznym otoczeniu biznesowym.

Strukturalne problemy przemysłu Niemiec

- **Od 2015 roku produkcja sprzedana przemysłu w Niemczech nie urosła, a wręcz spadła.** Pod koniec 2024 r. była na poziomie niespełna 90 proc. tego co prawie dekadę wcześniej. W Polsce w tym czasie urosła i to znacznie, bo osiągnęła poziom 152 proc. produkcji z 2015 roku. Warto dodać, że od tamtego czasu Niemcy mają najgorsze odczyty z prawie całej UE, jedynie Luksemburg ma porównywalnie słabe dane z produkcji przemysłowej, a Polska razem z Danią i Irlandią są europejskimi prymusami. Średnia europejska wyniosła dla tego czasu także tylko 106 proc., co pokazuje jak wiele gospodarek zależy od eksportu z Niemiec.
- **Niemiecka gospodarka jest na poziomie 2017 roku.** Od tamtego czasu gospodarka RFN zwiększyła się zaledwie o 1,6 proc., to najmniej z całej Unii. Gospodarki europejskie zanotowały wzrost na poziomie 9,5 proc., a w strefie euro 8,3 proc. Liderami są mniejsze gospodarki UE, które mają zaburzone rachunki narodowe przez rozliczenia korporacji międzynarodowych jak Irlandia, Malta i Cypr. Ale tuż pod podium jest Polska ze wzrostem sięgającym 26,3 proc. do końca 2024 roku.



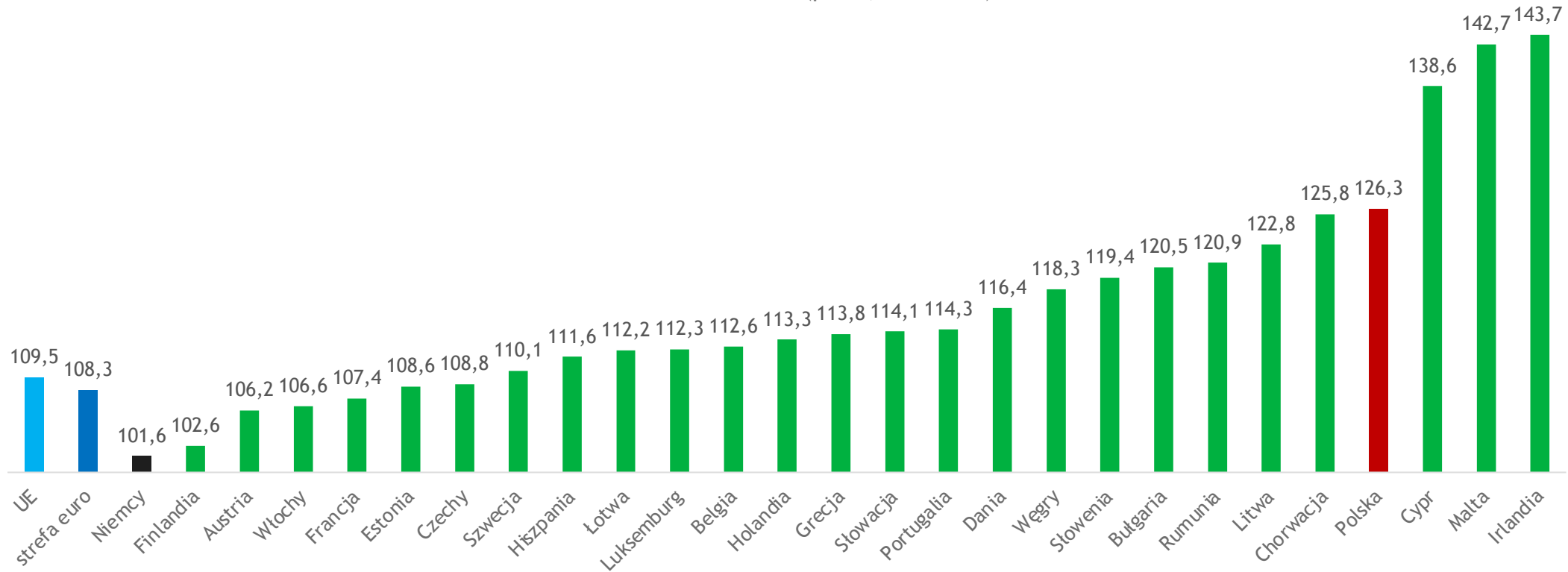
Źródło: VeloBank na podstawie Eurostat.

Strukturalne problemy przemysłu Niemiec



- Bundesbank przedstawił w grudniu 2024 r. pesymistyczne prognozy dotyczące niemieckiej gospodarki na najbliższe lata.** W 2024 roku przewiduje niewielki spadek PKB o 0,2 proc., zarówno w wersji skorygowanej kalendarzowo, jak i nieskorygowanej. Na lata 2025-2027 prognozy są nieco bardziej optymistyczne, przewidując wzrost PKB odpowiednio o 0,2 proc., 0,8 proc. i 0,9 proc. Inflacja w Niemczech ma pozostać wysoka w 2025 roku, na poziomie 2,4 proc., a następnie stopniowo spadać do 1,9 proc. w 2027 roku. Wyłączając ceny energii i żywności, inflacja ma wynieść 3,3 proc. w 2024 roku, a następnie również spadać do 2,0 proc. w 2027 roku.

Zmiana PKB od 2017 roku (proc., 2017=100)



Źródło: VeloBank na podstawie Eurostat.



3. Powolne odbicie inwestycji

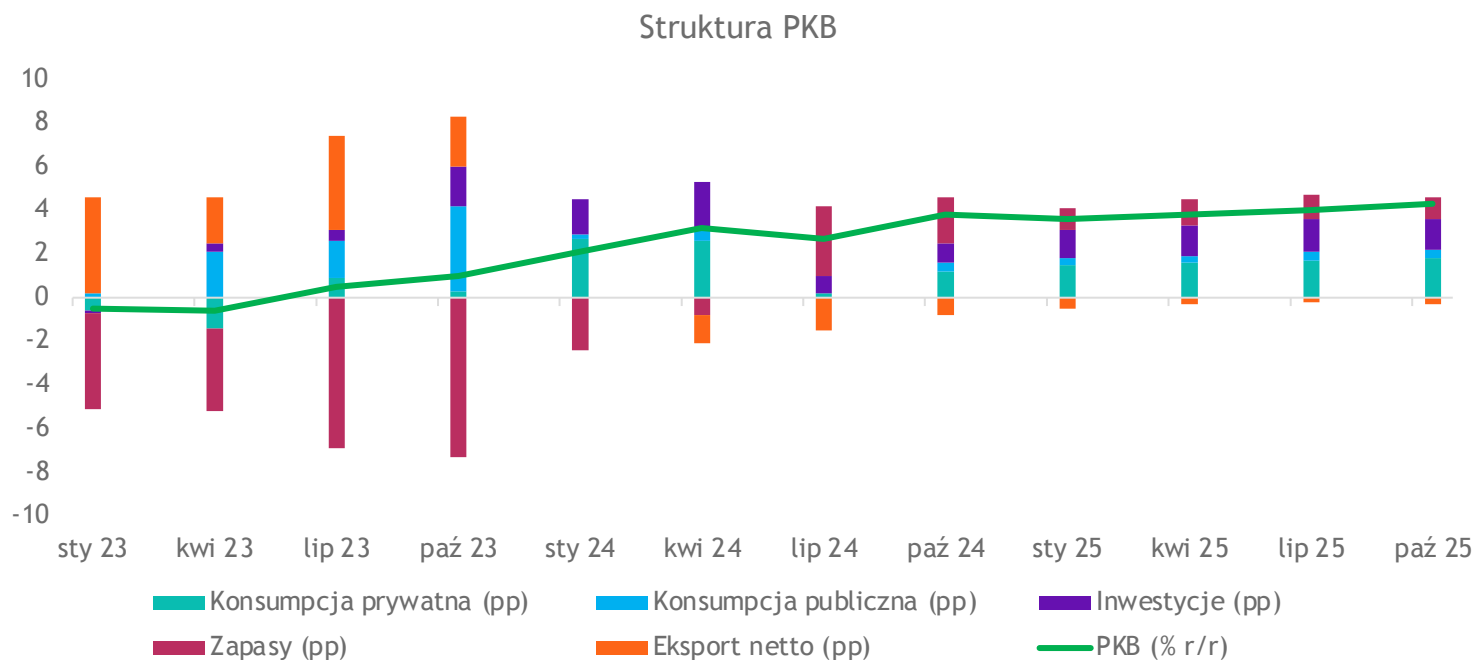
Powolne odbicie inwestycji w Polsce

DZIĘKI WYDATKOWANIU ŚRODKÓW EUROPEJSKICH POWINIŚMY ZOBACZYĆ POPRAWĘ WSKAŹNIKÓW INWESTYCJI PUBLICZNYCH I PRYWATNYCH.



- **Oczekujemy odbicia inwestycji w Polsce w 2025 roku, zwłaszcza tych związanych z KPO.** Pod koniec roku 90 proc. środków było w naborach, 86 proc. w części grantowej i 93 proc. w pożyczkowej. Środkom tym najpewniej nie udało się jeszcze wpłynąć na koniunkturę pod koniec 2024 r., ale kontraktowanie nawet części z około 35 mld EUR, będzie impulsem dla kluczowych projektów, takich jak transformacja energetyczna, cyfryzacja i innowacje. Ich wpływ na PKB może wynieść około 0,5-1,0 punktu procentowego.

- **Inwestycje publiczne generują efekt mnożnikowy, zwiększając popyt w gospodarce, co pobudza również sektor prywatny.** KPO zakłada także reformy strukturalne, które poprawią warunki prowadzenia działalności gospodarczej, wspierając przedsiębiorców i zachęcając do inwestycji prywatnych. Dodatkowo, środki te mają pomóc w adaptacji do zmian w globalnych łańcuchach dostaw, co czyni Polskę bardziej atrakcyjną dla zagranicznych inwestorów. Koniec roku 2024 r. pokazał, że bilans płatniczy zaczął się poprawiać, co było związane z napływem inwestycji zagranicznych, które przez cały rok były gorsze od oczekiwań.



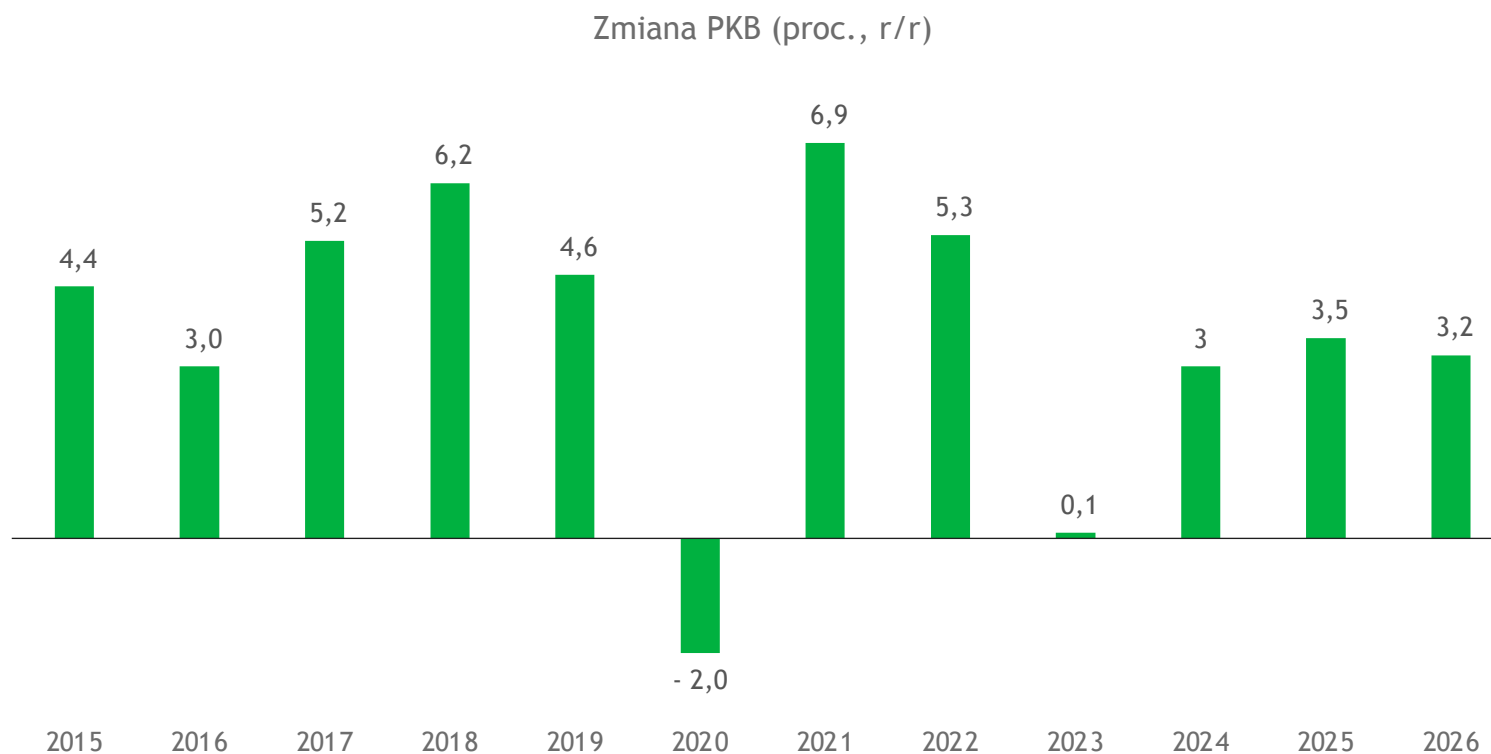
Źródło: VeloBank na podstawie Refinitiv.

Powolne odbicie inwestycji w Polsce

DZIĘKI WYDATKOWANIU ŚRODKÓW EUROPEJSKICH POWINIŚMY ZOBACZYĆ POPRAWĘ WSKAŹNIKÓW INWESTYCJI PUBLICZNYCH I PRYWATNYCH.



- **Perspektywy gospodarcze na 2025 rok wskazują na stabilny, choć umiarkowany wzrost PKB, który ma wynieść około 3,5 proc. r/r.** Wzrost ten będzie wspierany przez kontynuację ożywienia konsumpcji prywatnej, która wzrośnie o 3,2 proc., dzięki poprawie sytuacji dochodowej gospodarstw domowych i utrzymującej się skłonności do wydawania. Inwestycje, choć początkowo wolniejsze, również nabiorą tempa, osiągając wzrost na poziomie 7,5 proc., szczególnie w sektorach związanych z infrastrukturą i nowymi technologiami. Wzrost eksportu pozostanie ograniczony, a eksport netto wciąż będzie miał negatywny wpływ na gospodarkę. W związku z tym, choć perspektywy na 2025 rok są pozytywne, będą one również zależne od globalnych warunków ekonomicznych i dynamiki handlu międzynarodowego.



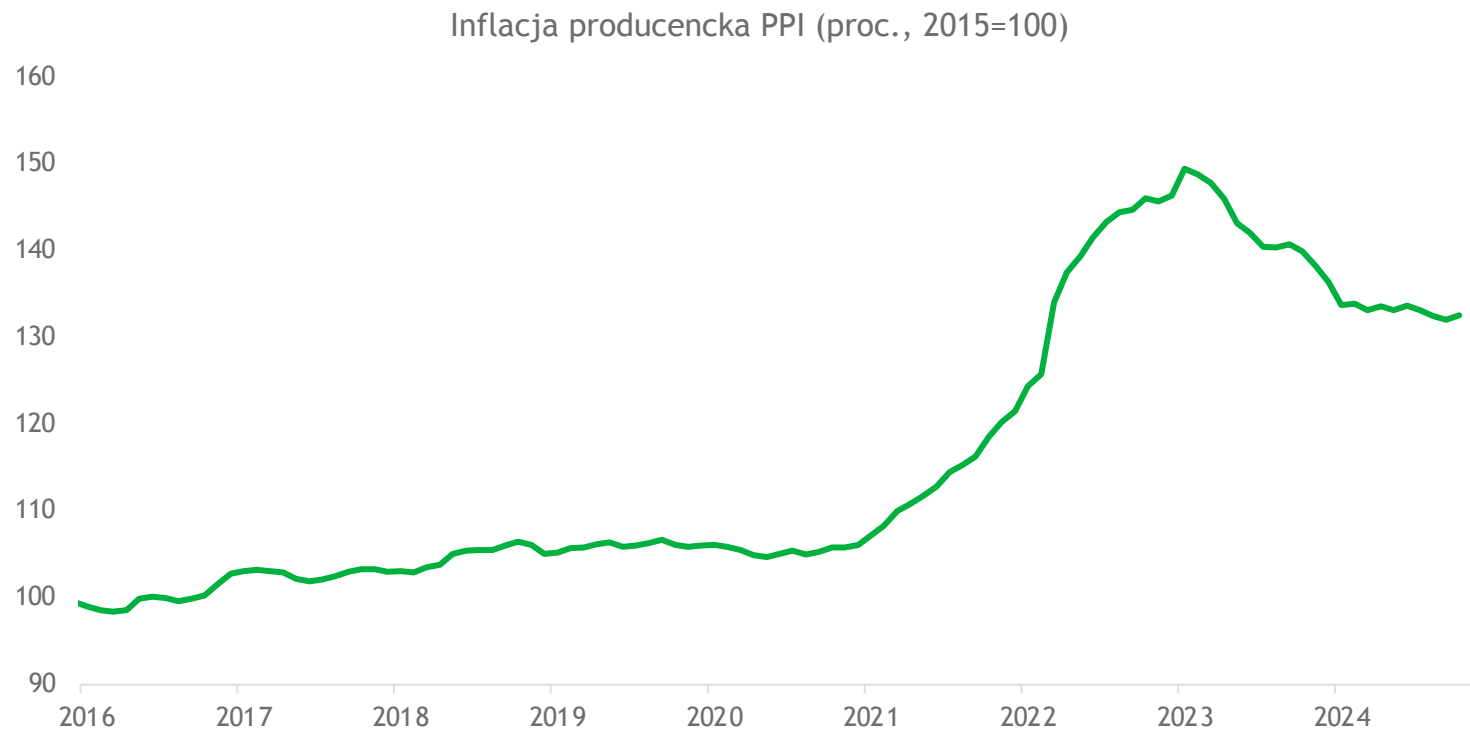
Źródło: VeloBank na podstawie Refinitiv.

- **Obok inwestycji to konsumpcja będzie odgrywać istotną rolę w gospodarce.** W ostatnich odczytach z końca 2024 roku sprzedaż detaliczna była na poziomach zaledwie 101-107 proc. poziomów z 2015 r.. Konsumpcja była zaburzona przez wojnę i przepływ uchodźców przez Polskę w latach 2022-2023, co widać na wykresie. Ostatni rok to wyraźny spadek sprzedaży przez spadek realnych dochodów czy niepewność co do przyszłości gospodarczej. Dopiero 2025 r. powinien przynieść poprawę nastrojów i większą konsumpcję.
- **W 2025 roku oczekujemy kontynuacji trendów na rynku pracy, z dalszym wzrostem płac oraz stopniowym spadkiem stopy bezrobocia.** Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw może wynieść około 8-9 proc., co będzie efektem rosnącej produktywności, presji inflacyjnej oraz poprawy sytuacji gospodarczej. Pracownicy będą wciąż korzystać z rosnącego popytu na siłę roboczą, szczególnie w sektorach technologicznych, infrastrukturalnych i usługowych. Z kolei stopa bezrobocia ma nadal spadać, osiągając w 2025 roku około 4,9 proc., co oznacza dalsze problemy ze znalezieniem pracowników.



Źródło: VeloBank na podstawie Refinitiv.

- **Prognoza na 2025 rok dla PPI (Producer Price Index) w Polsce zakłada umiarkowany wzrost cen na poziomie producentów, wynoszący około 4,0-4,5 proc..** Wzrost ten będzie napędzany przez kilka czynników. Po pierwsze, przewiduje się wzrost cen surowców, w tym materiałów budowlanych, metalowych i energetycznych, który będzie wynikał z rosnącego popytu związanego z inwestycjami infrastrukturalnymi. Po drugie, presja płacowa, z wzrostem wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw na poziomie 8-9 proc., wpłynie na wyższe koszty produkcji. Kolejnym czynnikiem będą rosnące koszty transportu i logistyki, związane z ożywieniem globalnego handlu. Dodatkowo, choć ceny energii mogą nieznacznie spadać w krótkim okresie, długofalowa presja na ich wzrost związana z transformacją energetyczną będzie miała wpływ na koszty produkcji. W rezultacie, wzrost PPI w 2025 roku będzie odzwierciedlać zarówno krajowe, jak i globalne czynniki, w tym efekty presji kosztowej oraz stabilizacji gospodarczej.



Źródło: VeloBank na podstawie Refinitiv.



4. Rok poprawy rentowności firm

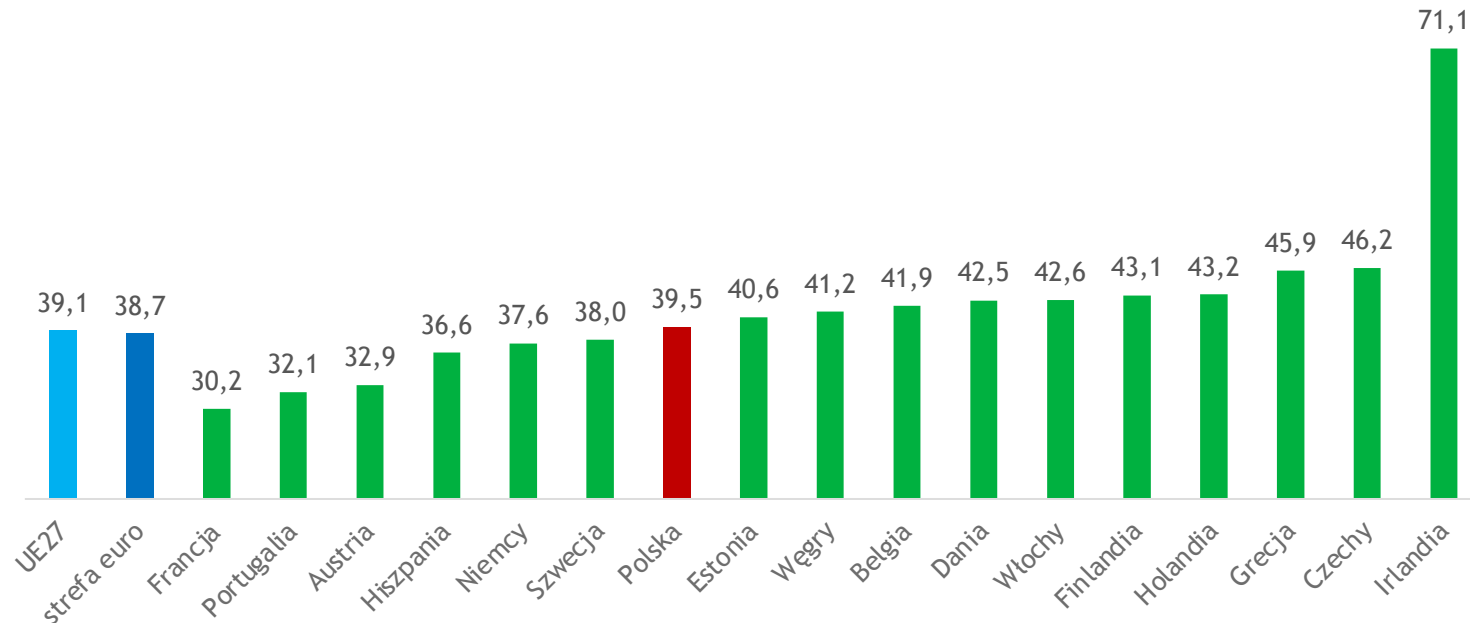
W 2025 roku firmy mogą poprawić swoją rentowność

PO SŁABYM 2024 ROKU FIRMY BĘDĄ PRÓBOWAĆ POWRÓCIĆ Z ZYSKOWNOŚCIĄ DO POZIOMÓW ZNANYCH Z PRZESZŁOŚCI. SPRZYJAĆ TEMU BĘDZIE POPRAWIAJĄCA SIĘ KONIUNKTURA KONSUMENCKA I WYDATKI PUBLICZNE.



- **Zyski brutto (*gross operating surplus*) przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce jest na poziomie europejskiej średniej.** W II kwartale 2024 roku zyski brutto przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce wyniosły 39,5 proc. wartości dodanej brutto, co plasuje kraj nieco powyżej średniej dla strefy euro (38,7 proc.) i zbliżenie do średniej UE27 (39,1 proc.). Najwyższy udział odnotowała Irlandia, co wynika z obecności międzynarodowych korporacji, natomiast Czechy (46,2 proc.) i Grecja (45,9 proc.) wyraźnie przewyższają polski wynik. Kraje Europy Zachodniej takie jak Niemcy (37,6 proc.), Austria (32,9 proc.) i Francja (30,2 proc.) osiągnęły niższe wartości, co może wskazywać na wyższe koszty operacyjne. Wynik Polski sugeruje umiarkowaną zyskowność firm, która tworzy przestrzeń do dalszego wzrostu i inwestycji. W 2019 r. średnioroczna rentowność wynosiła 44,6 proc., do której firmy będą chciały powrócić wraz z wyższym wzrostem PKB po 2024 roku.

Zyski brutto (*gross operating surplus*)
przedsiębiorstw niefinansowych w II kw. 2024 roku (proc.)



Źródło: VeloBank na podstawie Eurstat.

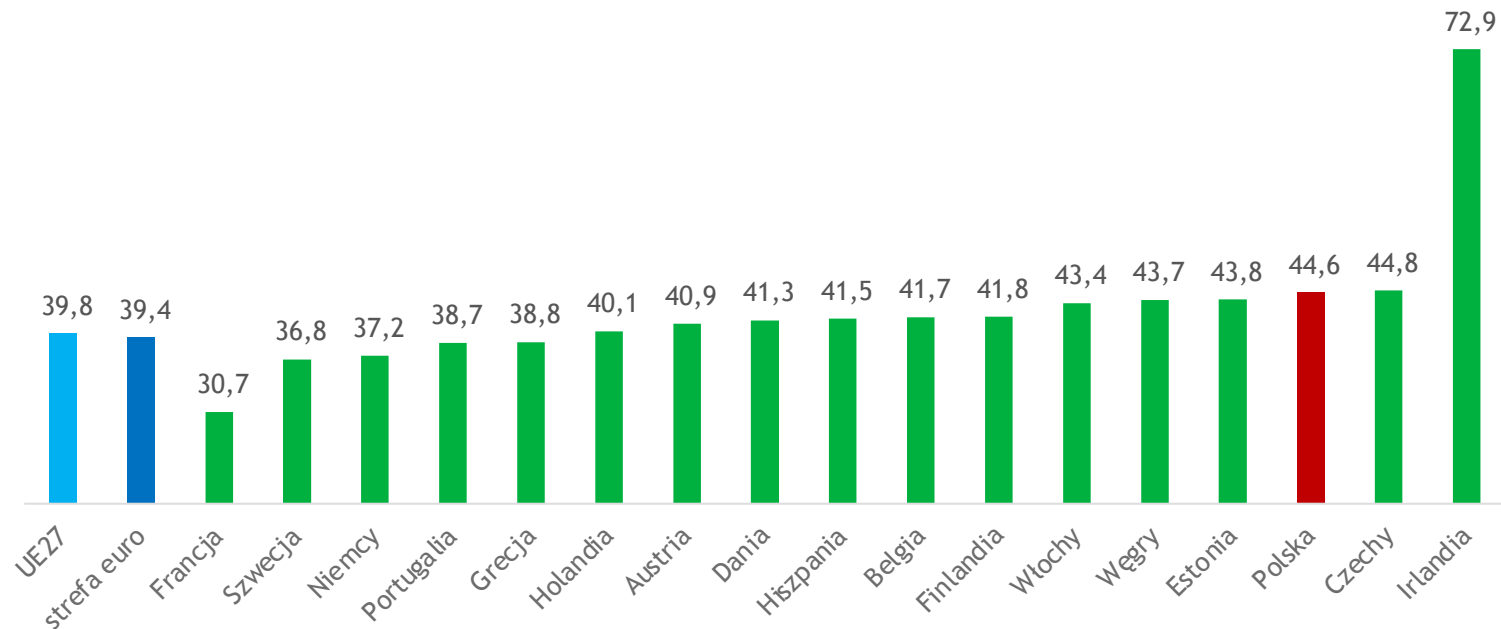
W 2025 roku firmy mogą poprawić swoją rentowność

PO SŁABYM 2024 ROKU FIRMY BĘDĄ PRÓBOWAĆ POWRÓCIĆ Z ZYSKOWNOŚCIĄ DO POZIOMÓW ZNANYCH Z PRZESZŁOŚCI. SPRZYJAĆ TEMU BĘDZIE POPRAWIAJĄCA SIĘ KONIUNKTURA KONSUMENCKA I WYDATKI PUBLICZNE.



- W okresie III kw. 2024 roku rentowność polskich przedsiębiorstw niefinansowych spadła do 3,5 proc. (a od początku osiągnęła poziom 3,4 proc.), co stanowi jeden z najniższych poziomów w ostatnich latach. Dla porównania, w analogicznym okresie 2023 roku wskaźnik ten wynosił 4,7 proc., a średnia historyczna to 4,5 proc. Spadek rentowności wynika głównie z większego obniżenia przychodów (o 3,5 proc.) niż kosztów (o 2,1 proc.), co skutkuje pogorszeniem wyników finansowych firm. Na spadek rentowności przedsiębiorstw wpłynęło kilka kluczowych czynników, w tym zmiana zachowań konsumentów, spadek przychodów oraz rosnące koszty działalności. Okres 2025 roku przy spadających stopach procentowych, dodatkowych środkach z KPO w polskiej gospodarce.

Zyski brutto (gross operating surplus)
przedsiębiorstw niefinansowych w 2019 roku (proc.)



Źródło: VeloBank na podstawie Eurstat.

W 2025 roku firmy mogą poprawić swoją rentowność m.in. przez automatyzację



- **Polskie firmy mają jeszcze możliwość zwiększenia produkcji.** Wskaźnik użycia mocy produkcyjnych przedstawiony na wykresie obrazuje stopień wykorzystania dostępnych zdolności produkcyjnych przez polskie przedsiębiorstwa w latach 2015-2024. Wskaźnik utrzymywał się w przedziale 77-82 proc., co oznacza umiarkowane i stabilne wykorzystanie mocy produkcyjnych przez firmy. Wzrosty były widoczne w latach 2017-2018, kiedy użycie osiągnęło szczyt na poziomie około 82-84 proc.



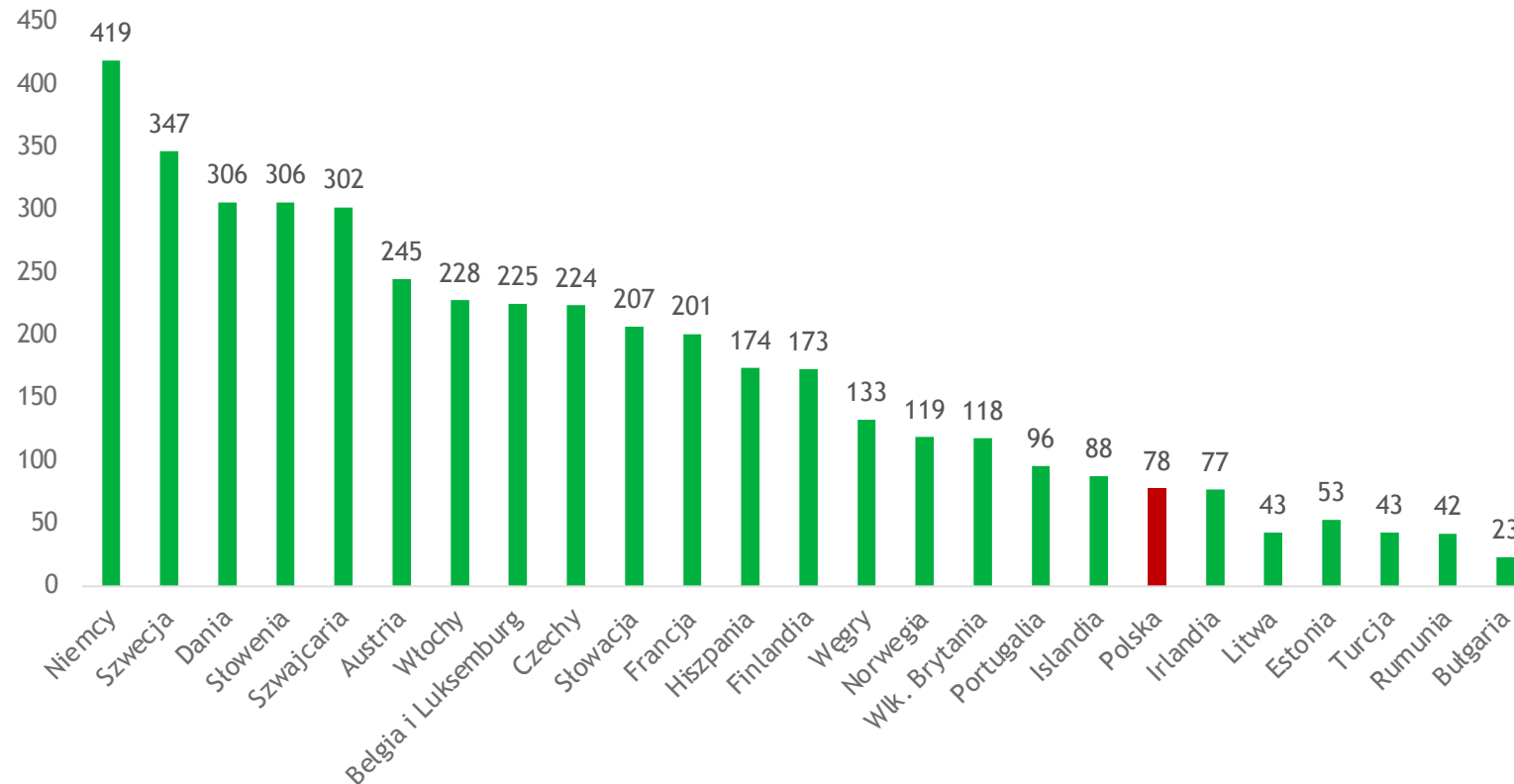
Źródło: VeloBank na podstawie Refinitiv.

W 2025 roku firmy mogą poprawić swoją rentowność m.in. przez automatyzację



Po kryzysie pandemicznym wskaźnik użycia powrócił do poziomu ok. 78-80 proc., odzwierciedlając poprawę koniunktury i ożywienie gospodarcze. Obecnie jest na poziomach 77-78 proc., co pokazuje zapasy elastyczności na 2025 rok. Dodatkowo Polska ma przed sobą proces automatyzacji - z 78 robotami na 10 tys. pracowników przemysłowych mamy relatywnie dwa razy mniej robotów w przemyśle niż przeciętnie na świecie i pięć razy mniej niż Niemcy. Co kluczowe, rok wcześniej na 10 tys. pracowników przemysłu przypadają 52 roboty.

Roboty przemysłowe na 10 tys. pracowników w 2023 roku



Źródło: VeloBank na podstawie Refinitiv.



5. Zamrożenie konfliktu na Wschodzie

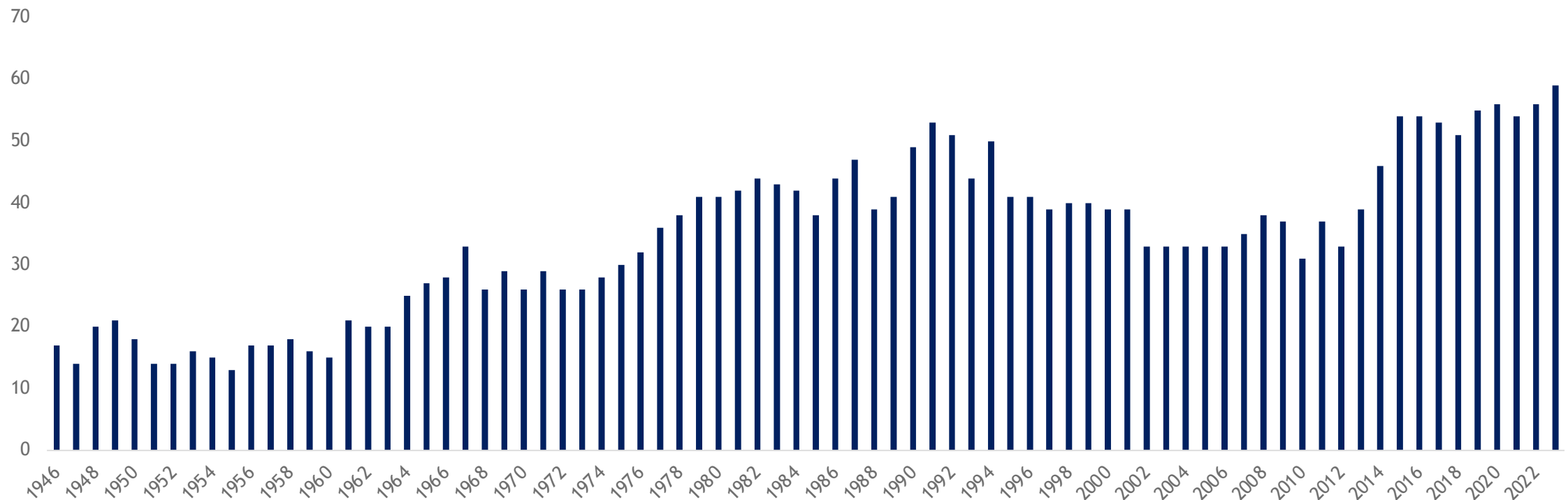
Zamrożenie konfliktu na Wschodzie

BIAŁY DOM DONALDA TRUMPA BĘDZIE DAŻYĆ DO ZAMROŻENIA LUB ROZWIĄZANIA KONFLIKTU W UKRAINIE.
TRUDNO PRZESĄDZIĆ CZY PROCES TEN SIĘ POWIEDZIE.



- **Świat w ostatnich latach stał się bardziej niebezpieczny.** W 2023 r. padł rekord liczby konfliktów zbrojnych, które toczyły się na całym świecie. W 2024 r. nastąpił upadek reżimu Baszara Al-Asada w Syrii, próba zamachu stanu w Korei Płd., ale też dalsza agresja rosyjska w Ukrainie. Od 2014 r. widoczny jest skok liczby ofiar, w 2023 r. w wojnach zginęło prawie 200 tys. osób (przy szczycie wynoszącym około 300 tys. w 2023 r.). Brutalność działań wojennych przekłada się na rozedrganie świata i niepewność makroekonomiczną. W efekcie światowa gospodarka staje się coraz bardziej narażona na szoki geopolityczne o trudnej do przewidzenia skali i konsekwencjach.

Liczba konfliktów zbrojnych



Źródło: VeloBank na podstawie UCDP/PRIO Armed Conflict Dataset version 24.1, Freedom House.

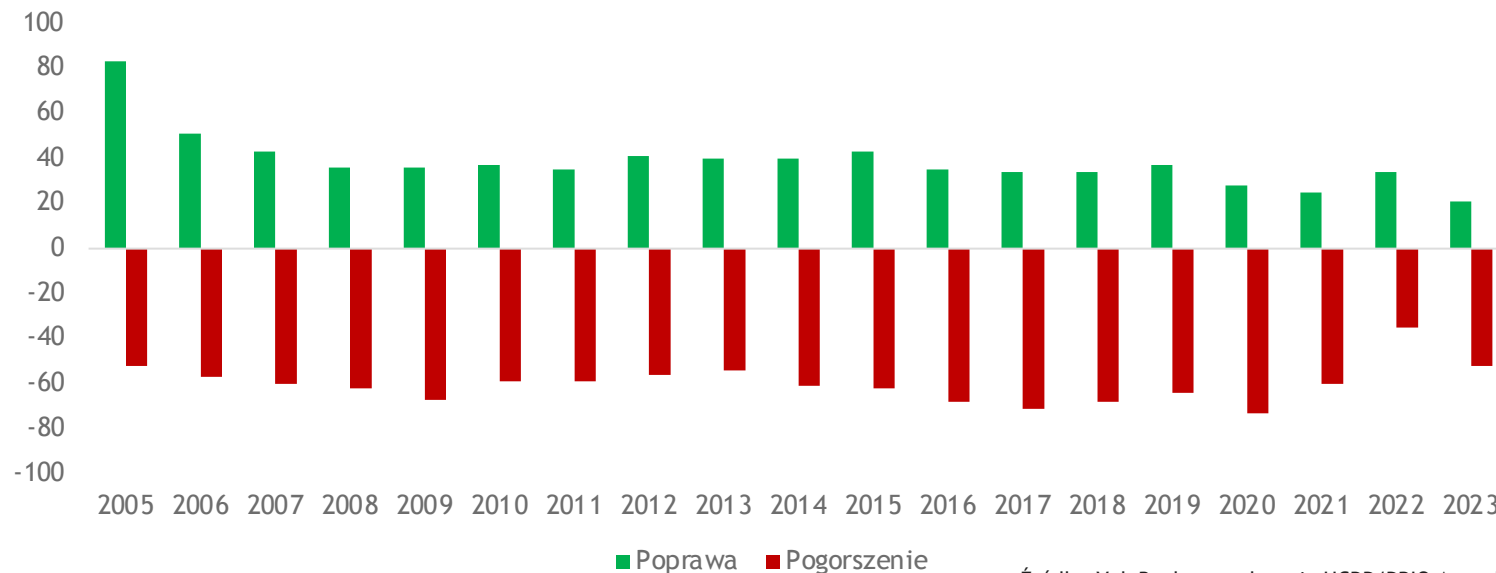
Zamrożenie konfliktu na Wschodzie

BIAŁY DOM DONALDA TRUMPA BĘDZIE DĄŻYĆ DO ZAMROŻENIA LUB ROZWIĄZANIA KONFLIKTU W UKRAINIE.
TRUDNO PRZESĄDZIĆ CZY PROCES TEN SIĘ POWIEDZIE.



- **Od 18 lat demokracja jest na świecie w odwrocie.** Wg Freedom House, w 2023 r. tylko 21 krajów poprawiło swoją sytuację, podczas gdy aż 52 państwa doświadczyły pogorszenia w zakresie swobód obywatelskich i praw politycznych. Chociaż demokracja globalnie słabnie od prawie dwóch dekad, sytuacja wciąż jest lepsza niż 51 lat temu, kiedy opublikowano pierwszy raport. Wówczas spośród 148 krajów tylko 44 uznano za „wolne”, podczas gdy obecnie, na 195 analizowanych krajów, aż 83 posiada ten status.
- **Donald Trump i jego dyplomacja wykorzysta nieprzewidywalność prezydenta do procesu negocjacji pokojowych.** Priorytetem nowej administracji Trumpa będzie wywarcie presji na Ukrainę i Rosję w celu szybkiego zakończenia konfliktu. Kluczowym elementem takiej strategii byłoby także ewentualne przeorientowanie amerykańskiej polityki zagranicznej na Chiny jako głównego rywala strategicznego. Według publicznych doniesień, Kijów jest gotowy do rokowań, ale ich sukces zależy od tego czy Władimir Putin się na nie zgodzi. Sytuacja Rosji po utracie Syrii i kroczący kryzys gospodarczy w 2025 roku mogą skłonić Kreml do zawieszenia broni, które ustabilizowałyby też sytuację Europy.

Liczba krajów, w których polityczne i obywatelskie wolności poprawiły się lub pogorszyły w ciągu roku

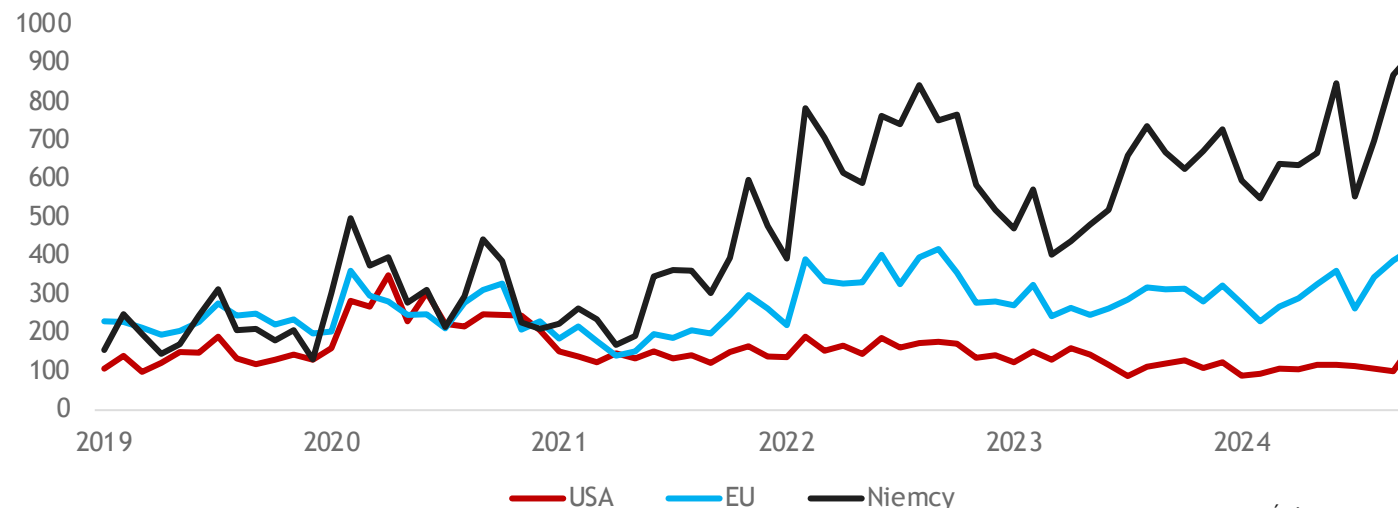


Źródło: VeloBank na podstawie UCDP/PRIO Armed Conflict Dataset version 24.1, Freedom House.

Zamrożenie konfliktu na Wschodzie

- **Europa, a szczególnie Niemcy, mają problem z przewidywalnością gospodarczą.** Pandemia, ale także kryzys energetyczny i rosyjska agresja w Ukrainie doprowadziły do niestabilności politycznej największą gospodarkę strefy euro. To z kolei wpływa na niepewność sytuacji całej strefy euro i szerzej Europy. Widać to na wykresach indeksu niepewności, gdzie liczba artykułów opisujących niepewność gospodarczą w ostatnich latach wzrosła kilkukrotnie. USA na tym tle wydają się ostoją spokoju i przewidywalności na świecie. Widać to także w przypadku wyceny amerykańskiego długu, który ma coraz mniejszą wolatylność.
- **Sytuacja gospodarcza USA powoli staje się bardziej przejrzysta.** Pomimo wielu problemów, z którymi zmagają się świat, to gospodarka amerykańska coraz mniej zaskakuje negatywnie, ale także jej percepcja w mediach międzynarodowych jest dużo lepsza niż sytuacji w głównych gospodarkach europejskich. Polska ze względu na niepewność związaną z transformacją energetyczną, konfliktem w regionie ma dodatkową premię za ryzyko geopolityczne, co odzwierciedlone jest w zmienności obligacji 10-letnich. Na tle kryzysowych lat 2020-2022 zmienność jest bliższa sytuacji sprzed pandemii, czy kryzysu finansowego.

Indeks niepewności polityki gospodarczej (liczba artykułów prasowych opisujących niepewność związaną z gospodarką i polityką gospodarczą)

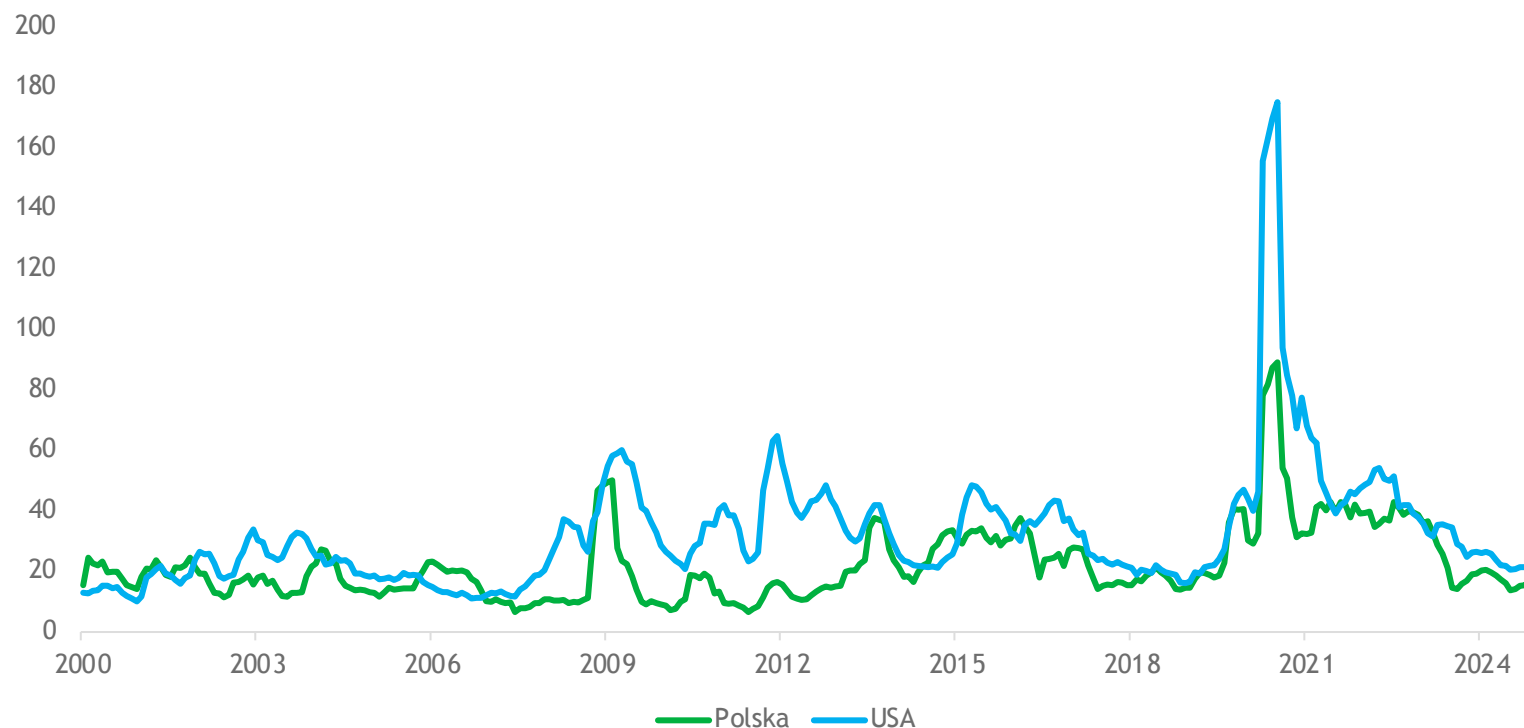


Źródło: VeloBank na podstawie Economic Policy Uncertainty, Refinitiv.

Zamrożenie konfliktu na Wschodzie

- **Zmniejszenie niepewności geopolitycznej.** Stabilniejsze otoczenie sprzyjałoby zarówno krajowym, jak i zagranicznym inwestycjom, w tym wzrostowi nakładów na środki trwałe, co pozytywnie wpłynęłoby na wzrost gospodarczy i handel międzynarodowy. Stabilizacja ryzyka wojennego mogłaby przyciągnąć nowych inwestorów, zwiększając konkurencyjność Polski jako centrum logistycznego i produkcyjnego w Europie Środkowo-Wschodniej przy procesie odbudowy Ukrainy.

Zmienność 10-letnich obligacji skarbowych
(proc., 90-dniowa krocząca zmienność, annualizowana)





Prognozy makroekonomiczne

Prognozy makroekonomiczne



Okres/zmienna	2023				2024				2025			
	1 kw.	2 kw.	3 kw.	4 kw.	1 kw.	2 kw.	3 kw.	4 kw.	1 kw.	2 kw.	3 kw.	4 kw.
PKB (proc. r/r)	-0,5	-0,6	0,5	1	2	3,2	2,7	3,8	3,2	3,4	3,6	3,8
Konsumpcja prywatna (proc. r/r)	-1	-2,3	1,5	0,6	2	2,5	2,8	3	2,7	3	3,2	3,3
Inwestycje (proc. r/r)	1,8	14,8	11	17,6	-0,5	0	0,5	1	6,5	7	7,5	7
Eksport netto (pkt. proc.)	4,3	2	4,3	2,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Inflacja CPI (proc. r/r, średnio w kwartale)	17	13,1	9,7	6,5	2,8	2,5	4,5	4,9	5,5	5,2	3,8	3,7
Inflacja bazowa (proc. r/r)	12	11,6	9,7	7,4	5,4	3,8	3,9	4,2	4,2	4,2	4,1	4
Inflacja PPI (proc. r/r)	16,2	3,1	-2,6	-5,4	-10,2	-7,1	-5,6	-3,8	-0,8	-0,1	0,8	0,9

Prognozy makroekonomiczne



Okres	2023	2024	2025
PKB (proc. r/r)	0,1	3,0	3,5
Popyt krajowy (proc. r/r)	-3,1	4,0	4,0
Spożycie prywatne (proc. r/r)	-0,3	3,0	2,5
Spożycie publiczne (proc. r/r)	4,1	8,0	2,6
Nakłady brutto na środki trwałe (inwestycje, proc. r/r)	12,7	0,2	7,5
Zapasy (wkład do PKB, pkt. proc.)	-5,7	0,5	0,6
Eksport netto (wkład do PKB, pkt. proc.)	3,2	-0,8	-0,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (proc. r/r)	0,3	-0,4	0,6
Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (proc. r/r)	11,9	11,2	7,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego (proc., koniec okresu)	5,1	5	4,8
CPI (proc. r/r, średniorocznie)	11,4	3,7	4,5
CPI (proc. r/r, na koniec roku)	6,2	5,0	3,6
PPI (proc. r/r, średniorocznie)	2,9	-6,7	0,2
PPI (proc. r/r, na koniec roku)	-6,4	-2,4	0,9
Inflacja bazowa (proc. r/r, średniorocznie)	10,2	4,3	4,1

Niniejsza publikacja (dalej „publikacja”) przygotowana przez Głównego Ekonomistę VeloBank Spółka Akcyjna (dalej „VeloBank”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny.

Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art 66 Kodeksu Cywilnego.

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

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

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



Dr Piotr Arak
Główny Ekonomista VeloBank
piotr.arak@velobank.pl
+48 880 347 779

www.velobank.pl/makroekonomia