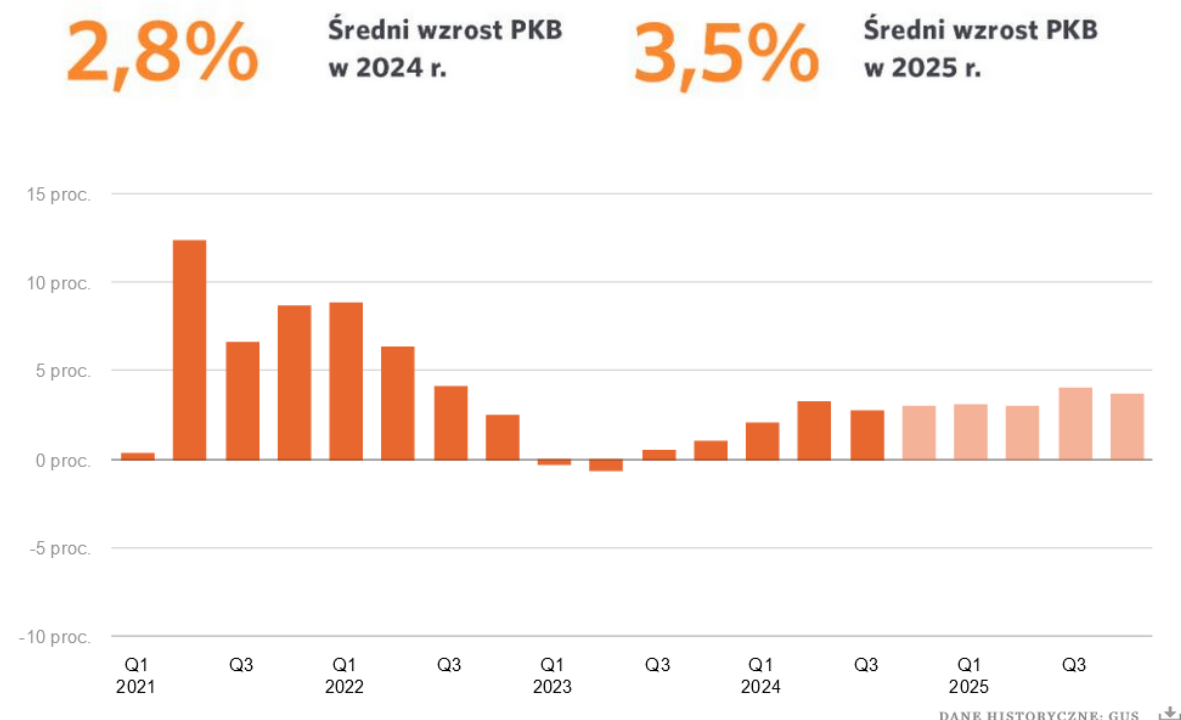


# W 2025 roku gospodarka przyspieszy

Według naszych prognoz PKB Polski w 2025 wzrośnie o 3,5 proc. Inflacja będzie nadal podwyższona, rynek pracy stabilny, a RPP obniży stopy procentowe pod koniec roku.

WZROST GOSPODARCZY\*





**Jak było:** Według naszych wyliczeń w IV kw. 2024 r. PKB zwiększył się o 3 proc. r/r, a średnia dynamika w całym 2024 r. wyniosła 2,8 proc. Za wzrost przede wszystkim odpowiadała konsumpcja, która urosła o 2,9 proc. r/r. W IV kw. powróciła więc do solidnych wzrostów po niespodziewanym wyhamowaniu w III kw. – wtedy zwiększyła się tylko o 0,3 proc. r/r, a za praktycznie cały wzrost gospodarczy odpowiadał wzrost zapasów. W IV kw. zapasy także wniosły dodatni wkład do wzrostu PKB (+3,6 pkt proc.), natomiast inwestycje zmalały o 3 proc. r/r. Było to spowodowane efektem wysokiej bazy statystycznej z zeszłego roku – kończył się wtedy okres wydatkowania środków z unijnej perspektywy finansowej na lata 2014–2020, co spowodowało wzmożoną aktywność inwestycyjną w IV kw. 2023 r. W 2024 r. miał miejsce okres przejściowy między starą a nową perspektywą (na lata 2021–2027), co dodatkowo spowalniało inwestycje. W IV kw. eksport dalej znajdował się pod presją słabej koniunktury w strefie euro i wzrósł tylko o 1,5 proc. r/r. Wraz z konsumpcją do 4,5 proc. r/r przyspieszył natomiast import, co w efekcie przełożyło się na ujemny wkład handlu zagranicznego do PKB (-1,4 pkt proc.).

**Jak będzie:** W 2025 r. średni wzrost PKB wyniesie 3,5 proc. i będzie oparty na dwóch filarach. Pierwszym pozostanie konsumpcja. Jej średni wzrost wyniesie 2,8 proc., czyli mniej niż wzrost wynagrodzeń – podobny proces obserwowany był w

2024 r. Gospodarstwa domowe dalej będą odbudowywać swoje oszczędności (np. aby przygotować się na ewentualne odmrożenie cen energii) i spłacać zobowiązania. W II poł. 2025 r. drugim filarem wzrostu PKB staną się inwestycje. Ich znaczące ożywienie (w III i IV kw. wzrosną odpowiednio o 3,7 i 4,5 proc. r/r) odbędzie się za sprawą silnego napływu środków unijnych (wg informacji MinFun z krajowego planu odbudowy ma zostać wydanych ok. 90 mld zł, a z Funduszy Spójności ok. 30 mld zł) – wesprą one przede wszystkim budownictwo infrastrukturalne. W recesji pozostanie natomiast sektor budownictwa mieszkaniowego, który najpewniej nie będzie wspierany rządowymi programami (zakładamy, że rząd nie będzie realizował żadnego programu dopłat do kredytów hipotecznych). Za sprawą ożywienia w strefie euro w II poł. roku polepszy się także koniunktura w przemyśle, a handel zagraniczny zacznie przynosić dodatni wkład do wzrostu PKB. Czynnikiem ograniczającym wzrost będzie ograniczona możliwość ekspansji fiskalnej ze względu na objęcie Polski unijną procedurą nadmiernego deficytu.

### Czynniki ryzyka

Czynnik	Skutek	Wpływ na wzrost	Prawdopodobieństwo wystąpienia
<b>Zakończenie wojny w Ukrainie</b>	wzrost eksportu i inwestycji		bardzo niskie
<b>Zwiększenie liczby niedziel handlowych</b>	wzrost konsumpcji		bardzo niskie
<b>Spadek stopy oszczędności</b>	wzrost konsumpcji		niskie
<b>Ekspansywna polityka fiskalna przed wyborami prezydenckimi</b>	wzrost wydatków publicznych		średnie
<b>Przedłużające się negocjacje dwóch rewizji KPO w 2025 r.</b>	spadek inwestycji		niskie
<b>Wybuch globalnej wojny handlowej</b>	spadek eksportu i inwestycji		średnie/wysokie
<b>Recesja w strefie euro</b>	spadek eksportu		niskie

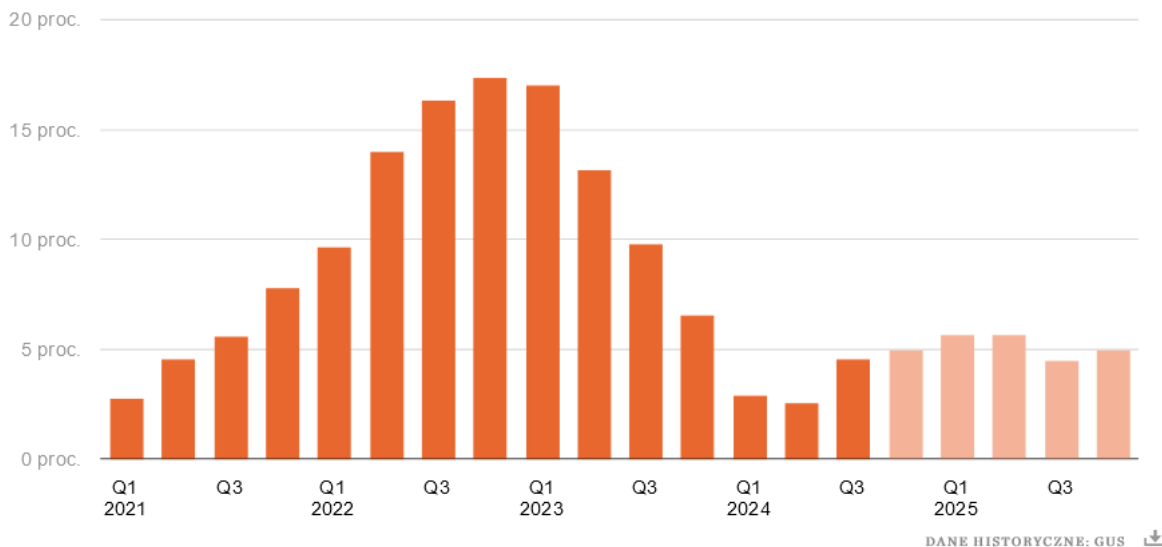
## INFLACJA\*

3,7%

Średnia inflacja  
w 2024 r.

5,1%

Średnia inflacja  
w 2025 r.







**Jak było:** Szacujemy, że w grudniu 2024 r. inflacja wzrosła do 5,1 proc. (w listopadzie wyniosła 4,7 proc. – jej spadek wynikał wtedy z efektów statystycznych). Za wzrost odpowiadały głównie ceny energii, które zwiększyły się o 11,2 proc. r/r. To skutek ich zamrożenia na wyższym poziomie niż przed rokiem. O 5,7 proc. r/r wzrosły też ceny żywności, w szczególności owoców (+7,5 proc. r/r), które – po wiosennych przymrozkach – drożały w wyniku niższych niż przed rokiem plonów. Koniec roku to także moment, w którym przedsiębiorcy decydują się na dostosowanie cenników w gastronomii czy hotelarstwie. Ograniczająco na wskaźnik inflacji działały natomiast ceny paliw, które spadły o 3,8 proc. r/r. – działają tu efekty bazy, po wyborach parlamentarnych w 2023 r. ceny paliw zaczęły dynamicznie rosnać (po ich sztucznym obniżaniu przed wyborami). Inflacja bazowa utrzymała dynamikę z listopada i w ujęciu miesięcznym wyniosła 0,2 proc. W ujęciu rocznym natomiast nieznacznie obniżyła się do poziomu 4,2 proc.

**Jak będzie:** W kolejnych miesiącach inflacja będzie nadal rosła i osiągnie lokalne maksimum na poziomie ok. 5,6 proc. w I poł. 2025 r. Inflację będą napędzały wynagrodzenia, wciąż rosące w dwucyfrowym tempie (ale niższym niż w 2024 r.) – pracodawcy będą więc skłonni do podnoszenia cen celem skompensowania kosztów. Według obecnego stanu prawnego ceny energii są zamrożone do końca III kw. 2024 r. – wtedy inflacja spadnie do ok. 4,4 proc. Po odmrożeniu cen (jest to nasz scenariusz bazowy) wskaźnik ponownie zacznie rosnać. Skala wzrostu wskaźnika inflacji po odmrożeniu cen jest trudna do oszacowania, ponieważ nie wiadomo, jakie taryfy będą obowiązywały w IV kw. 2025 r. Zakładamy, że w IV kw. inflacja wzrośnie do ok. 4,9 proc. Wygrana kandydata obecnej koalicji rządzącej w wyborach prezydenckich może oznaczać mniejszą skalę podwyżek. Inflacja będzie także rosła ze względu na lepszą koniunkturę globalną, wyższe ceny surowców i coraz częstsze

ekstremalne zjawiska pogodowe, powodujące wzrost cen żywności. Podwyższona pozostanie też inflacja bazowa, która w całym roku będzie oscylować w okolicy 4 proc., co będzie wypadkową odmrożenia cen prądu dla MŚP i rosnących wynagrodzeń.

### Czynniki ryzyka

Czynnik	Skutek	Wpływ na inflację	Prawdopodobieństwo wystąpienia
<b>Silne ograniczanie podaży surowców energetycznych przez Rosję lub OPEC</b>	wzrost cen nośników energii		wysokie
<b>Wzrost oczekiwań inflacyjnych</b>	wzrost inflacji bazowej		średnie
<b>Ożywienie gospodarcze w Chinach</b>	globalny wzrost cen		średnie
<b>Wybuch globalnej wojny handlowej</b>	wzrost cen w handlu międzynarodowym		średnie/wysokie
<b>Zamrożenie cen energii do końca 2025 r.</b>	brak efektów bazowych		średnie
<b>Wyprzedaż obligacji covidowych przez NBP</b>	ograniczenie popytu krajowego		niskie
<b>Zakończenie wojny w Ukrainie</b>	spadek cen żywności i nośników energii		bardzo niskie

### STOPA BEZROBOCIA\*

**5,1%**

Stopa bezrobocia na koniec 2024 r.

**5,1%**






Stopa bezrobocia na koniec 2025 r.

**Jak było:** Od początku roku zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spada i w grudniu zmalało o 0,4 proc. r/r. Wynika to ze zmniejszenia popytu na pracę w budownictwie i przemyśle, które niedomagają wskutek osłabienia koniunktury w gospodarce niemieckiej. Dodatkowo zatrudnienie w niektórych branżach spada, ponieważ brakuje rąk do pracy, zwłaszcza na stanowiskach wymagających dodatkowych kwalifikacji. Na koniec roku stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 5 proc. W IV kw. utrzymał się natomiast bezprecedensowy wzrost realnych, tj. skorygowanych o inflację, wynagrodzeń: o 7,7 proc. r/r – to czwarty najwyższy wynik

przynajmniej od 2002 r., od kiedy zbieramy dane. Wzrost wynagrodzeń wynika z kłopotów pracodawców ze znalezieniem pracowników, na które nałożyły się wysokie podwyżki płacy minimalnej w tym roku.

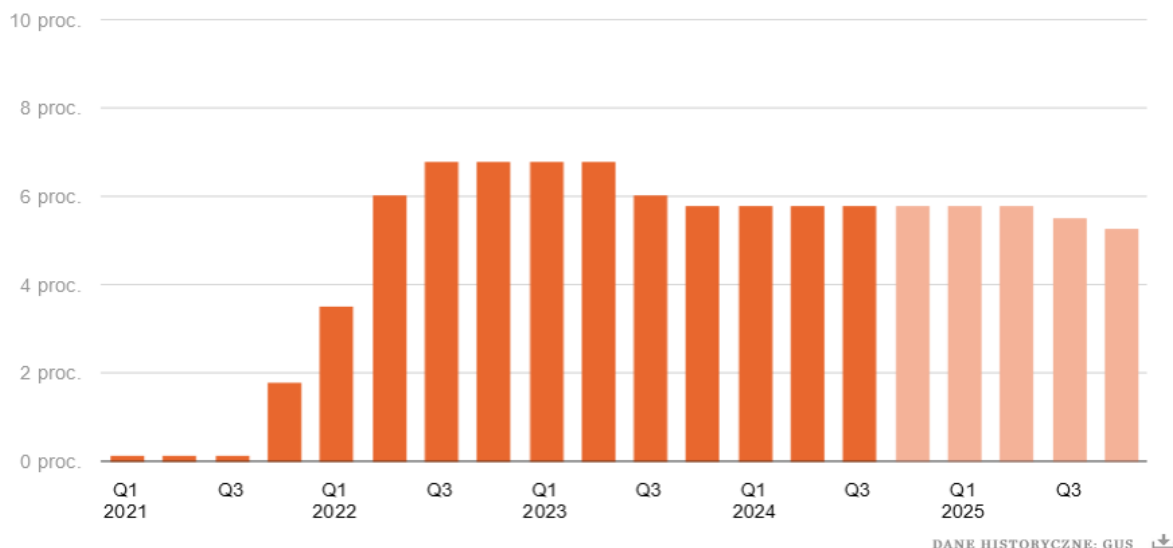
**Jak będzie:** W 2025 r. polski rynek pracy pozostanie stabilny. Wraz z postępującym ożywieniem w strefie euro rosnąć zacznie zapotrzebowanie na pracowników w branżach nastawionych w szczególności na eksport – według naszych prognoz w całym 2025 r. zatrudnienie wzrośnie o ok. 0,4 proc. r/r. Wobec ożywienia pracodawcy będą też coraz chętniej szukać pracowników za granicą, ale na możliwość ich zatrudniania niekorzystnie może wpłynąć zaostrzające się podejście rządu do migracji. Stopa bezrobocia nieznacznie wzrośnie w I poł. roku, głównie ze względów sezonowych, jednak w IV kw. 2025 r. pozostanie niezmienną względem stanu w IV kw. 2024 r. i wyniesie 5,1 proc. Spowolnieniu ulegnie natomiast wzrost wynagrodzeń realnych i w 2025 r. będzie oscylował w okolicy 5 proc. W ujęciu nominalnym wzrost wynagrodzeń pozostanie dwucyfrowy i w całym roku wyniesie ok 10 proc.

## Czynniki ryzyka

Czynnik	Skutek	Wpływ na stopę bezrobocia	Prawdopodobieństwo wystąpienia
<b>Wybuch globalnej wojny handlowej</b>	spadek zatrudnienia w branżach nastawionych na eksport		średnie/wysokie
<b>Wejście w życie reformy rynku pracy i służb zatrudnienia</b>	zwiększenie liczby bezrobotnych poprzez dotarcie do biernych zawodowo, aby następnie mogli łatwiej podjąć pracę		średnie
<b>Zwiększenie liczby niedziel handlowych</b>	zwiększenie zatrudnienia w handlu		bardzo niskie
<b>Zakończenie wojny w Ukrainie</b>	zmniejszenie liczby osób pracujących w Polsce		bardzo niskie
<b>Zwiększenie inwestycji zagranicznych w Polsce w związku z odbudową Ukrainy</b>	zwiększenie zatrudnienia, zwłaszcza w budownictwie, transporcie i magazynowaniu		niskie

## STOPY PROCENTOWE\*

**5,75%** Stopa referencyjna NBP na koniec 2024 r.      **5,25%** Stopa referencyjna NBP na koniec 2025 r.



**Jak było:** Zgodnie z naszymi prognozami Rada Polityki Pieniężnej (RPP) nie zmieniła poziomu stóp procentowych w 2024 r. Stopa referencyjna wynosi obecnie 5,75 proc. Zdaniem większości członków RPP odnotowany na początku roku spadek inflacji nie był wystarczającym argumentem za cięciami. W swoich komunikatach RPP przede wszystkim zwracała uwagę, że presję inflacyjną zwiększa wzrost wynagrodzeń, w tym w sektorze publicznym. Jastrzębia retoryka RPP i prezesa NBP Adama Glapińskiego sprzyjała umacnianiu się złotego. Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym polską walutę było rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny i Fed. Na kondycji złotego nie odbiły się kontrowersje wokół Glapińskiego, którego rządząca koalicja chce postawić przed TrybSta; wniosek w tej sprawie obecnie jest procedowany.

**Jak będzie:** Podczas ostatniej w 2024 r. konferencji prasowej Glapiński stwierdził, że decyzja o zamrożeniu cen energii może opóźnić rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych nawet do 2026 r. Podczas wcześniejszych wystąpień sugerował, że dyskusja o obniżkach może rozpocząć się już w marcu 2025 r., a niektórzy członkowie RPP sugerowali nawet pierwszą obniżkę w tym terminie. Według naszych prognoz obniżki na początku 2025 r. były nierealistyczne jeszcze przed zmianą nastawienia prezesa NBP – rosnący wskaźnik inflacji do II kw. 2025 r., wysoka dynamika płac czy proinflacyjne ożywienie koniunktury zagranicznej to czynniki, które według nas uniemożliwiają cięcia stóp. Większość członków rady może być też niechętna obniżce stóp procentowych przed wyborami prezydenckimi – byłoby to wysłanie sygnału, że inflacja jest pod kontrolą, to zaś sprzyjałoby rządzącej koalicji i jej kandydatowi na prezydenta. Warunki do obniżek zrealizują się jednak w III i IV kw. 2025 r., kiedy w trendzie spadkowym znajdzie się inflacja bazowa, a także nieco wyhamuje wzrost płac. Po ewentualnym odmrożeniu cen energii w IV kw. 2025 r.

wskaźnik inflacji wzrośnie, jednak tylko ze względu na ceny regulowane, na które RPP nie ma wpływu. Umożliwi to dokonanie dwóch cięć po 0,25 pkt proc. do końca 2025 r.

## Czynniki ryzyka

Czynnik	Skutek	Wpływ na stopy	Prawdopodobieństwo wystąpienia
<b>Odwołanie Adama Glapińskiego ze stanowiska prezesa NBP</b>	osłabienie złotego, wzrost rentowności obligacji skarbowych		bardzo niskie
<b>Wybuch globalnej wojny handlowej</b>	szybszy spadek stóp procentowych za granicą/ globalny wzrost cen		średnie/wysokie
<b>Zamrożenie cen energii do końca 2025 r.</b>	niższy wskaźnik inflacji		niskie

*\* Prognozy kwartalne Polityki Insight powstają przy wykorzystaniu ponad 30 nowcastingowych modeli ekonometrycznych klasy ARMA i DFM oraz blisko 100-równaniowego modelu klasy NECMOD, uwzględniającego większość procesów gospodarczych w kraju i na świecie – od warunków atmosferycznych, przez zmiany na rynku nośników energii i kondycję najważniejszych partnerów handlowych, po wzrost produktu potencjalnego i naturalną stopę bezrobocia. Model jest co kwartał reestymowany, by uzyskać jak najlepsze dopasowanie do aktualnej sytuacji gospodarczej.*

*Współpraca: Hanna Cichy*