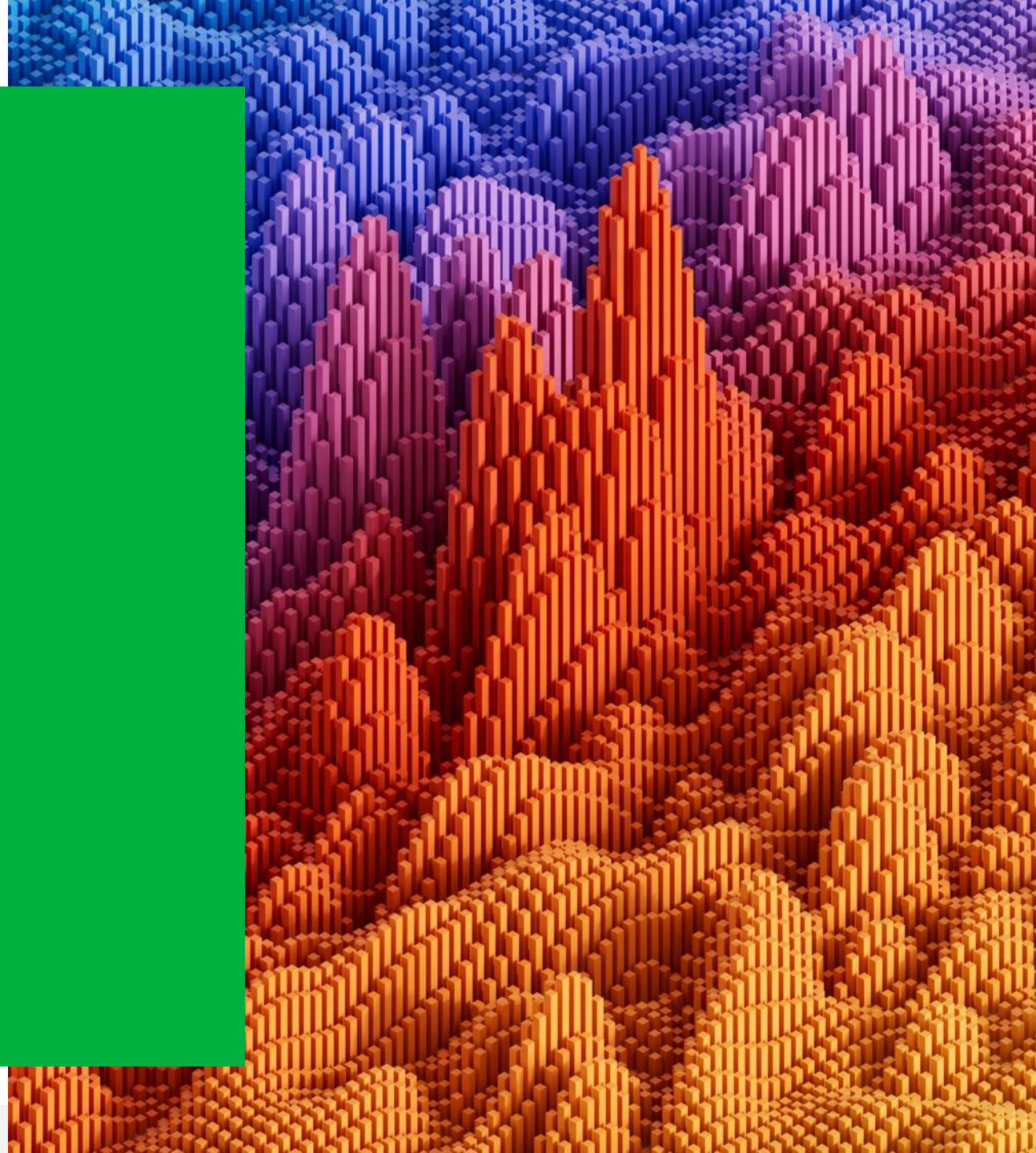




Kwartalnik makroekonomiczny 1/2025

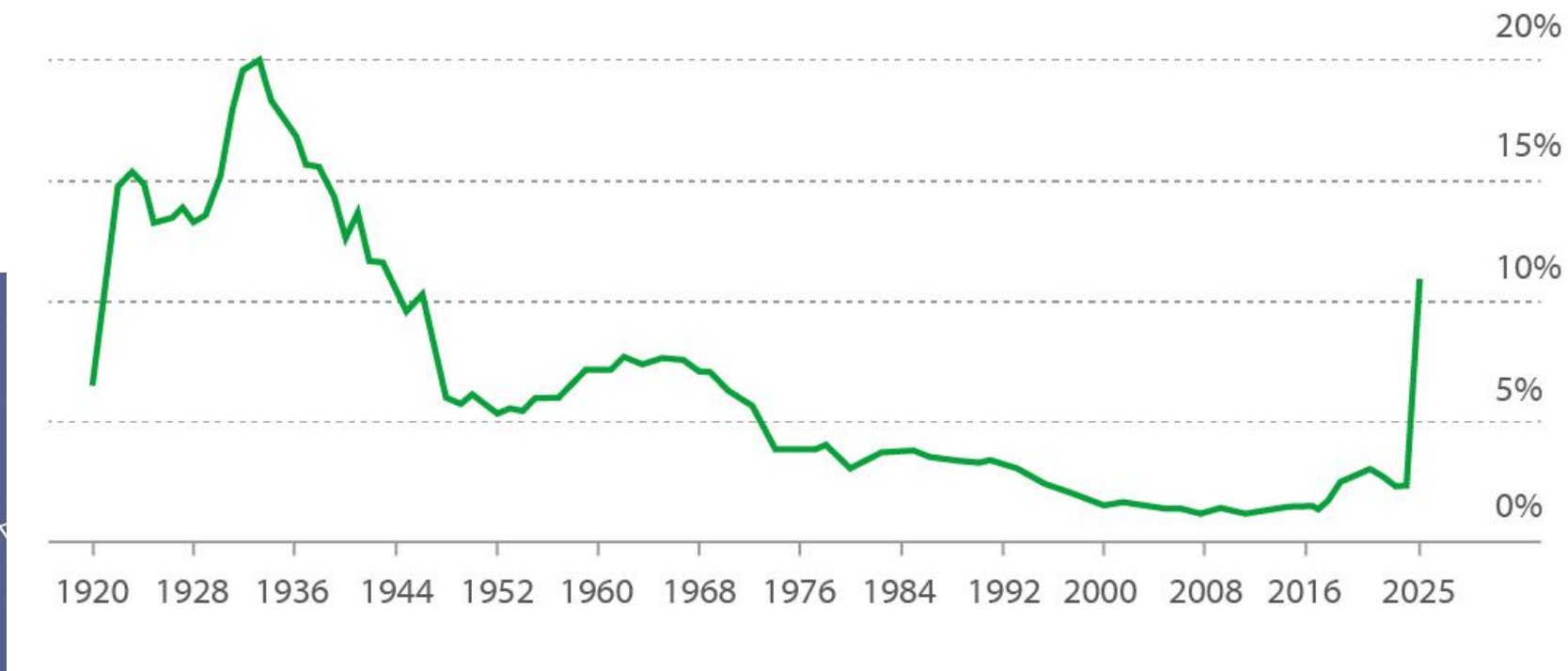
1 kwietnia 2025 r.



Powrót do lat 40. XX wieku z cłami. Potencjalne efekty tłącej się wojny handlowej

DONALD TRUMP PRZYWRACA POZIOM CEŁ W AMERYCE OSTATNIO OBSERWOWANY PO II WOJNIE ŚWIATOWEJ

Średni poziom ceł w USA (według stanu sprzed 2 kwietnia 2025 r.)



Powrót do lat 40. XX wieku z cłami.

Potencjalne efekty tłącej się wojny handlowej

DONALD TRUMP PRZYWRACA POZIOM CEŁ W AMERYCE OSTATNIO
OBSERWOWANY PO II WOJNIE ŚWIATOWEJ

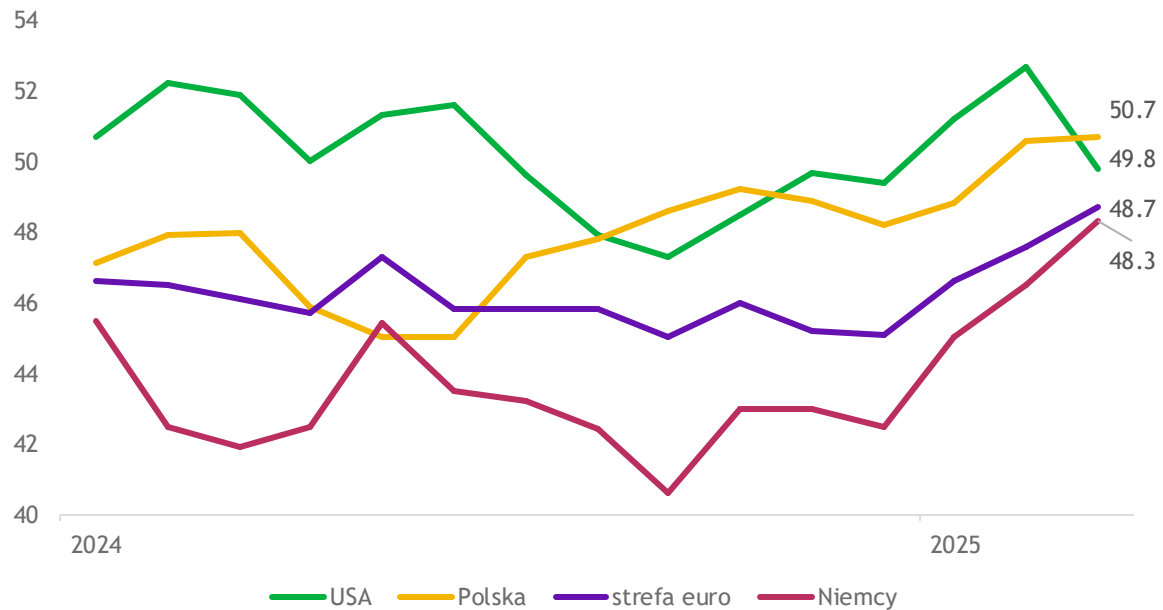
- > **Administracja Donalda Trumpa eskaluje napięcia handlowe, zapowiadając szeroko zakrojone taryfy na import z wielu krajów.** Oczekiwane restrykcje celne, obejmujące zarówno cła bazowe, jak i specyficzne cła na wybrane państwa, wywołują wzrost niepewności gospodarczej oraz mogą negatywnie wpłynąć na dynamikę wzrostu PKB USA. Analitycy korygują prognozy wzrostu gospodarczego Ameryki na 2025 rok do około 1,5 proc., co odzwierciedla potencjalne skutki bardziej agresywnej polityki handlowej. W połączeniu z możliwymi działaniami odwetowymi ze strony Chin, Unii Europejskiej i Kanady, polityka protekcjonistyczna Trumpa grozi dalszym osłabieniem amerykańskiego sektora eksportowego i zwiększeniem presji inflacyjnej.
- > **Jednocześnie zmieniające się warunki globalne wymuszają reakcję Europy, gdzie w obliczu narastających zagrożeń polityka monetarna i fiskalna stają się coraz bardziej ekspansywne.** Oczekiwane dalsze obniżki stóp procentowych przez EBC oraz zwiększona aktywność fiskalna, zwłaszcza w Niemczech, poprawiają perspektywy gospodarcze strefy euro. W efekcie polityka gospodarcza Europy może stać się bardziej odporna na szoki zewnętrzne, podczas gdy USA ryzykują scenariusz stagflacyjny. Według Tax Foundation, podczas poprzedniej kadencji cła Trumpa zredukowały amerykański PKB o 0,4 proc. oraz obniżyły liczbę miejsc pracy o 309 tys. Obecne efekty mogą być o wiele większe zarówno dla Ameryki jak i reszty świata.



Niemiecki optymizm przekłada się na zamówienia w Polsce

PRZEMYSŁ W POLSCE POWRACA NA ŚCIEŻKĘ WZROSTU? W LUTYM WSKAŹNIK PMI DLA SEKTORA PRZETWÓRSTWA PRZEMYSŁOWEGO WZRÓSŁ DO 50,7 PKT. Z 50,6 PKT. MIESIĄC WCZEŚNIEJ, SYGNALIZUJĄC DALSZE OŻYWIENIE PO RAZ PIERWSZY OD KWIETNIA 2022 ROKU.

PMI w przemyśle
od początku 2024 do marca 2025 (pkt.)

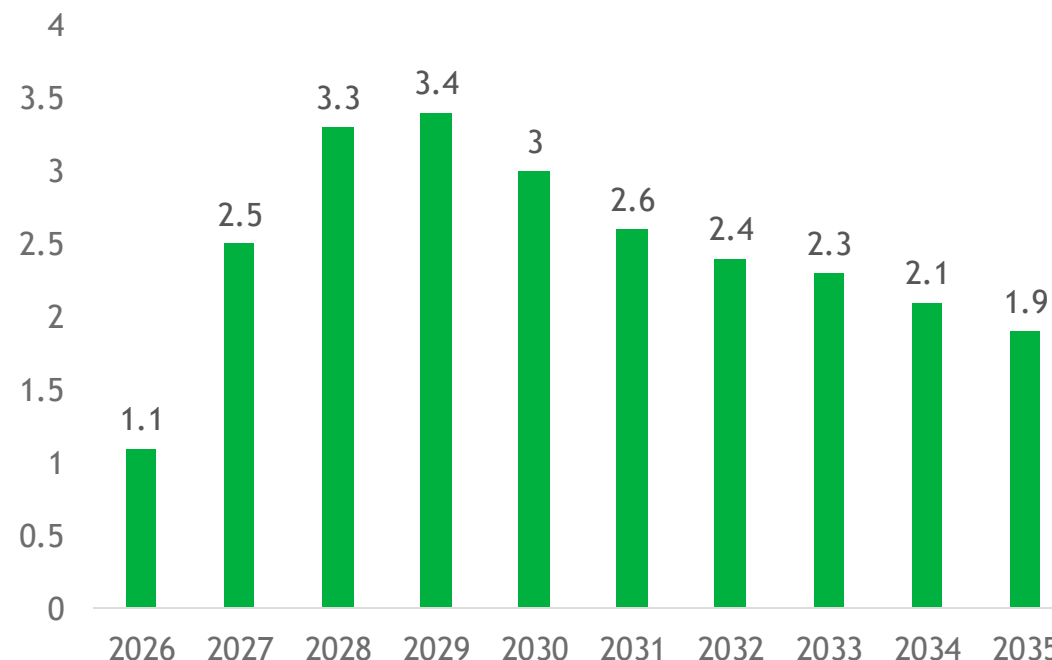


Niemcy ładują fiskalną bazookę

NIE SPOSÓB PRZECENIĆ ZNACZENIA „ZEITENWENDE” - PRZEŁOMOWEJ ZMIANY W PODEJŚCIU NIEMIECKICH WŁADZ DO WYDATKÓW PUBLICZNYCH W 2025 ROKU. ZMODYFIKOWANO NIEMIECKĄ USTAWĘ ZASADNICZĄ, A RFN INTENSYWNIE INWESTUJE W ZBROJENIA ORAZ ROZWÓJ INFRASTRUKTURY.

- **Bundestag przegłosował historyczne zmiany w ustawie zasadniczej RFN.** Ustawa autorstwa CDU/CSU i SPD zreformowała zapisany w Ustawie Zasadniczej - niemieckiej konstytucji – “hamulec zadłużenia”, zakazujący zwiększania deficytu budżetowego powyżej 0,35 proc. PKB. Wprowadzone zmiany przewidują, że wydatki na wojsko, obronę cywilną, służby i cyberbezpieczeństwo, przekraczające 1 proc. PKB, nie będą podlegać ograniczeniom budżetowym, a na ich finansowanie możliwe będzie zaciąganie kredytów. Pakiet finansowy przewiduje ponadto utworzenie specjalnego funduszu na modernizację infrastruktury oraz ochronę klimatu w wysokości 500 mld EUR.
- **Według szacunków Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), wydatki dodatkowych 500 mld EUR mogą zwiększyć roczny wzrost gospodarczy Niemiec o średnio ponad 2 pkt. proc. w ciągu najbliższej dekady.** Jeśli uwzględni się te dodatkowe nakłady, PKB Niemiec wzrośnie o 2,1 proc. w 2026 roku, zamiast wcześniejszych 1,2 proc. Obecnie jednak niemiecka gospodarka zмага się ze stagnacją, a prognozy na bieżący rok zostały obniżone do 0,2 proc. ze względu na negatywne konsekwencje wojny handlowej.

Prognozowany wpływ wydatkowania 500 mld EUR w Niemczech na PKB tego kraju (proc.)



INFLACJA ZACZYNA SPADAĆ SZYBCIEJ NIŻ SIĘ SPODZIEWAŁ RYNEK I NBP, ALE DOPIERO W DRUGIEJ POŁOWIE ROKU RPP OBNIŻY STOPY PROCENTOWE. WZROST GOSPODARCZY MA SZANSĘ PRZEBIĆ NASZĄ PROGNOZĘ, ALE NA RAZIE REALNE DANE PRZECZĄ ZBYTNIEMU OPTYZMIZMOWI, A RYZYK DLA WZROSTU JEST WIELE.

- W marcu inflacja CPI wyniosła 4,9 proc. r/r, niżej od rynkowych oczekiwań (5,0 proc.), co było efektem m.in. zmiany wag w koszyku inflacyjnym. Szczyt inflacji jednak za nami.

GUS skorygował również dane za styczeń, wskazując identyczny poziom inflacji. Choć dynamika cen w kategoriach takich jak użytkowanie mieszkania i nośniki energii (13,3 proc. r/r) czy żywność (6,7 proc. r/r) wciąż była wysoka, trend dezinflacyjny może skłonić RPP do bardziej łagodnego podejścia. Nadal jednak uważamy, że pierwsze obniżki stóp procentowych odbędą się dopiero w III kw. 2025 r.

- Gospodarka wciąż zmaga się ze słabą koniunkturą - produkcja przemysłowa w lutym spadła o 2,0 proc. r/r, a w sektorze budowlanym nie odnotowano wzrostu (0,0 proc. r/r).

Wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 7,9 proc. r/r, ale po uwzględnieniu inflacji realne tempo wzrostu płac wyhamowało do 2,9 proc. r/r. Oczekiwania na ożywienie w budownictwie w kolejnych miesiącach są związane z napływem środków z KPO i funduszy unijnych, które mogą wesprzeć inwestycje infrastrukturalne.

Niemiecki optymizm przekłada się na zamówienia w Polsce

PRZEMYSŁ W POLSCE POWRACA NA ŚCIEŻKĘ WZROSTU? W LUTYM WSKAŹNIK PMI DLA SEKTORA PRZETWÓRSTWA PRZEMYSŁOWEGO WZRÓSŁ DO 50,6 PKT. Z 48,8 PKT. MIESIĄC WCZEŚNIEJ, SYGNALIZUJĄC OŻYWIENIE PO RAZ PIERWSZY OD KWIETNIA 2022 ROKU.

- **Polska gospodarka może skorzystać na niemieckim programie wydatków wojskowych i infrastrukturalnych.** Znaczna część zamówień trafi do Europy Środkowej, przynosząc korzyści również polskiej gospodarce. Na podstawie szacunków DIW można przewidywać, że niemieckie wydatki publiczne w wysokości 500 mld PLN w ciągu dekady mogłyby podnieść polski PKB o 0,2-0,4 pkt proc. rocznie. Oznaczałoby to, że w 2026 r. Polska mogłaby osiągnąć wzrost gospodarczy na poziomie 3,4-3,6 proc. PKB, po 3,8 proc. w 2025 roku. W przypadku krajów strefy euro w krótkim okresie niemiecki pakiet prawdopodobnie utrudni to sytuację innym krajom europejskim. Wywołane tym niewielkie zaostrzenie polityki pieniężnej oraz aprecjacja euro najprawdopodobniej przeważą nad efektami ubocznymi wynikającymi z wyższej aktywności gospodarczej Niemiec.
- **Wstępny odczyt wskaźnika PMI dla niemieckiego przetwórstwa w marcu pozytywnie zaskoczył, osiągając 48,3 pkt. wobec 46,5 pkt. w lutym i przewyższając prognozy (47,0 pkt.).** Był to najwyższy poziom od sierpnia 2022, a trzeci miesiąc wzrostu z rządu sugeruje ożywienie w sektorze przemysłowym, napędzane przez silniejszy popyt krajowy. Wskaźnik PMI w usługach spadł jednak do 50,2 pkt., co oznacza najniższy poziom od czterech miesięcy, ale nadal wskazuje na ekspansję. W strefie euro PMI w przetwórstwie wzrósł do 48,7 pkt., natomiast wskaźnik dla usług nieoczekiwanie obniżył się do 50,4 pkt. W USA PMI w przemyśle spadł poniżej granicy 50 pkt., natomiast wskaźnik dla usług wzrósł do 54,3 pkt., wspierając wzrost wskaźnika kompozytowego. Wzrost kosztów produkcji, obawy o popyt i wpływ polityki administracji Donalda Trumpa zwiększyły ostrożność firm, ograniczając tempo wzrostu zatrudnienia. Polska na tym tle podąża za Niemcami i ich zamówieniami przemysłowymi. PMI dla przemysłu rośnie i w lutym pierwszy raz od ponad roku przekroczyło neutralny poziom 50 pkt..



INFLACJA ZACZYNA SPADAĆ SZYBCIEJ NIŻ SIĘ SPODZIEWAŁ RYNEK I NBP, ALE DOPIERO W DRUGIEJ POŁOWIE ROKU RPP OBNIŻY STOPY PROCENTOWE. WZROST GOSPODARCZY MA SZANSĘ PRZEBIĆ NASZĄ PROGNOZĘ, ALE NA RAZIE REALNE DANE PRZECZĄ ZBYTNIEMU OPTYZMIZMOWI, A RYZYK DLA WZROSTU JEST WIELE.

▪ **Podtrzymujemy prognozę 3,5 proc. r/r wzrostu PKB.**

Dynamika wzrostu płac nominalnych pozostaje wysoka, choć w 2025 roku przewidujemy jej stopniowe wyhamowanie. Inflacja w ostatnich miesiącach oscylowała wokół 5 proc., a jej szczyt przypadnie na I kw. 2025 roku, po czym powinna stopniowo maleć i na koniec roku znaleźć się w przedziale 3-3,5 proc.. Wpływ niemieckiego pakietu fiskalnego może być odczuwalny dopiero pod koniec roku, a może też spowodować zaostrzenie polityki pieniężnej w strefie euro oraz ograniczyć możliwości finansowania w innych krajach strefy euro przez efekt wypychania i podniesienia kosztu długu.

▪ **Kluczowe czynniki niepewności dla prognozy to:**

- sytuacja w sektorze eksportowym i poprawę sytuacji w Niemczech,
- poziom dochodów gospodarstw domowych oraz ich skłonność do oszczędzania,
- konsekwencje trwającego konfliktu w Ukrainie lub zawieszenia broni,
- tempo oraz skuteczność wdrażania środków z KPO,
- eskalacja napięć w globalnym handlu (kluczowa data to 2 kwietnia, gdy Białe Dom zdecyduje co robi dalej),
- decyzje RPP i utrzymujący się wpływ restrykcyjnej polityki monetarnej.

Prognozy głównych walut

DONALD TRUMP WPŁYNAŁ NA KURSY REGIONU BARDZIEJ NIŻ SIĘ SPODZIEWALIŚMY. POTENCJAŁ ZAKOŃCZENIA KONFLIKTU NA UKRAINIE WZMOCNIŁO ŻŁOTEGO, A NIEPRZEWIDYWALNOŚĆ POLITYKI HANDLOWEJ WPŁYNĘŁA NA OSŁABIE NIE DOLARA.

- Notowania **EURPLN** pozostają względnie stabilne, co wskazuje na ograniczoną zmienność kursową w ostatnim czasie. Złoty nie zyskał na wartości mimo globalnej deprecjacji **USD**, co sugeruje, że lokalne czynniki wciąż mają dominujący wpływ na kurs.
- W kolejnych kwartałach prognozujemy **stopniową deprecjację PLN** w związku z możliwym rozpoczęciem cyklu **obniżek stóp procentowych przez NBP**. Wzrosty pary EURPLN mogą jednak być ograniczane przez potencjalne interwencje ze strony **Ministerstwa Finansów związane z potrzebami pożyczkowymi na rynkach zagranicznych**, co utrzyma stabilność kursu w okolicach 4,28-4,30.
- Notowania **EURUSD** wzrosły w ostatnim czasie, czemu sprzyjały ogłoszenia dotyczące intensywnej **stymulacji fiskalnej w Niemczech**, które wpłynęły na poprawę nastrojów wokół euro. W nadchodzących kwartałach oczekujemy **stopniowej deprecjacji dolara**, wspieranej cyklicznym **ożywieniem w strefie euro** oraz polityką fiskalną i monetarną prowadzoną przez **administrację USA**.
- W przypadku **CHFPLN** prognozy wskazują na **stabilizację w okolicach 4,42-4,55**, co oznacza brak istotnych zmian w postrzeganiu franka jako waluty bezpiecznej przystani w kontekście rynków finansowych.

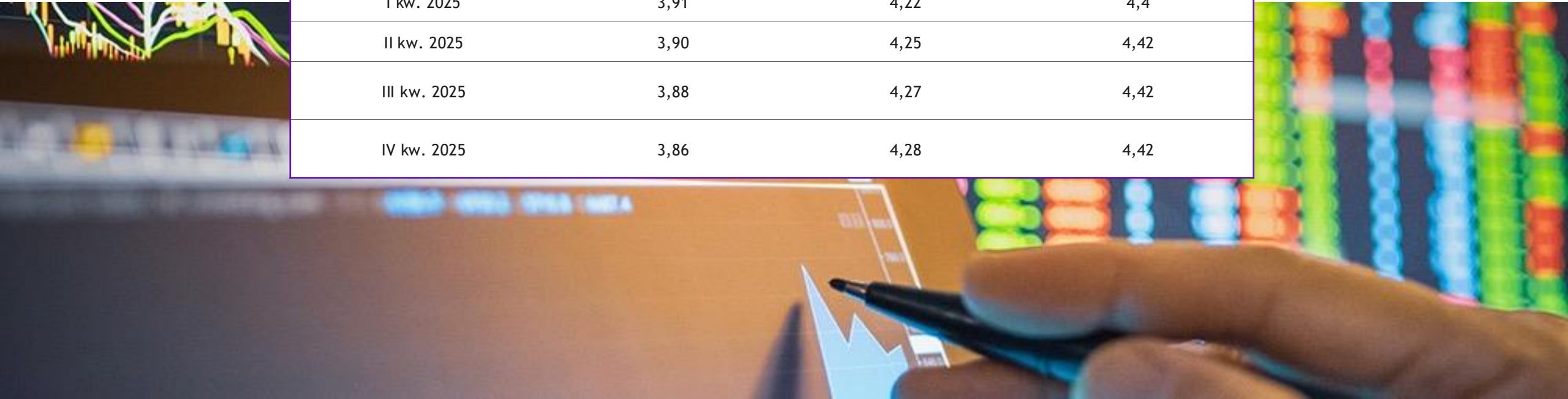


Prognozy głównych walut

DONALD TRUMP WPŁYNAŁ NA KURSY REGIONU BARDZIEJ NIŻ SIĘ SPODZIEWALIŚMY. POTENCJAŁ ZAKOŃCZENIA KONFLIKTU NA UKRAINIE WZMOCNIŁO ŻŁOTEGO, A NIEPRZEWIDYWALNOŚĆ POLITYKI HANDLOWEJ WPŁYNEŁA NA OSŁABIE NIE DOLARA.



	USDPLN	EURPLN	CHFPLN
I kw. 2024	3,98	4,29	4,42
II kw. 2024	4,02	4,31	4,48
III kw. 2024	3,84	4,28	4,55
IV kw. 2024	4,13	4,28	4,55
I kw. 2025	3,91	4,22	4,4
II kw. 2025	3,90	4,25	4,42
III kw. 2025	3,88	4,27	4,42
IV kw. 2025	3,86	4,28	4,42



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	4,8	4,9	4,5	3,5	3,4
Inflacja bazowa (proc. r/r)	12	11,6	9,7	7,4	5,4	3,8	3,9	4,1	3,6	3,2	3,2	3,2
Inflacja PPI (proc. r/r)	16,2	3,1	-2,6	-5,4	-10,2	-7,1	-5,6	-3,8	-1,0	-0,5	0,7	0,7

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	-0,4
Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (proc. r/r)	11,9	11,2	7,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego (proc., koniec okresu)	5,1	5	4,9
CPI (proc. r/r, średniorocznie)	11,4	3,4	4,0
CPI (proc. r/r, na koniec roku)	6,2	5,0	3,4
PPI (proc. r/r, średniorocznie)	2,9	-6,7	-0,1
PPI (proc. r/r, na koniec roku)	-6,4	-2,4	0,7
Inflacja bazowa (proc. r/r, średniorocznie)	10,2	4,3	3,3

Nota prawna



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

Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek 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 obciążone 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