

W II kwartale 2025 r. prognozujemy, że złoty nieznacznie osłabi się do euro (4,22) oraz mocniej do dolara (3,94) przy kursie EUR/USD 1,07.

Spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach globalne otoczenie dla walut z rynków wschodzących, w tym dla złotego, ulegnie pogorszeniu. Wpływać na to będzie rosnące ryzyko istotnego spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego będące skutkiem wykraczającej poza obszar USA polityki gospodarczej nowej amerykańskiej administracji. Naszym zdaniem taki scenariusz nie został jeszcze przez rynki finansowe dostatecznie wyceniony i oczekujemy, że dostosowanie rynkowych wycen będzie kontynuowane w bieżącym kwartale. Skutkiem tego dostosowania będzie wywierający presję na złotego wzrost globalnej awersji do ryzyka. Dodatkowo na krajową walutę negatywny wpływ będzie miało pogłębienie deficytu handlowego Polski w perspektywie co najmniej roku 2025. Stabilizująco na złotego oddziaływać będzie relatywnie silny wzrost gospodarczy Polski. Obniżki stóp NBP, zakładane przez nas w III kwartale, będą mieć według naszej oceny neutralny wpływ na polską walutę, w związku z brakiem rynkowego zaskoczenia w tym zakresie oraz oczekiwaną dalszą redukcją stóp procentowych EBC i Fed.

Ograniczająca konkurencyjność oraz mająca negatywny wpływ na globalny handel polityka celna nowej administracji D. Trumpa, wywołała drastyczny wzrost niepewności gospodarczej, która to niepewność mierzona stosownymi wskaźnikami wzrosła do najwyższych lub jednych z najwyższych poziomów w ostatnich kilku dekadach. Towarzyszą jej rewizje w dół prognoz globalnego wzrostu gospodarczego, gdzie np. EBC szacuje, że cła nałożone na import towarów z Europy do USA mogą obniżyć wzrost PKB strefy euro o 0,3-0,5 pp. w 2025 roku. W sposób znaczący w dół rewidowane są także perspektywy tegorocznego wzrostu PKB USA, co stanowi głęboką zmianę na przestrzeni zaledwie kilkunastu tygodni. Spowalniająca światowa gospodarka i wysoka niepewność nie jest środowiskiem sprzyjającym walutom rynków wschodzących, co w naszej opinii będzie ciążyć złotemu. Dodatkowo uważamy, że rynki, w tym głównie rynki akcji, w ograniczonym stopniu wyceniły scenariusz istotnego, globalnego spowolnienia gospodarczego (np. S&P500 dotychczas zniżkował z ustanowionych w br. historycznych maksimów o ok. 8%), gdyż inwestorzy zakładali, że amerykańskie cła są elementem negocjacji i finalnie będą ograniczone co do ich zasięgu i skali. W naszej opinii wprowadzone już przez USA dodatkowe 20% cła na import z Chin, 25% cła na globalny import stali i aluminium, 25% cła na znaczącą część importu z Kanady i Meksyku, oraz zapowiedzi nałożenia od 2 kwietnia ceł na wszystkich partnerów handlowych USA na to nie wskazują. Dostosowanie rynkowych wycen do nowych makroekonomicznych scenariuszy może realizować się w trakcie II kwartału i wywoływać podwyższoną zmienność, która będzie stanowić wyzwanie dla walut z krajów rozwijających się. Choć oceniamy bardzo pozytywnie pomysły wsparcia europejskiej gospodarki, m.in. przez niemiecki pakiet fiskalny, to jednak efekty wprowadzenia tych programów zaczną oddziaływać na europejską gospodarkę najwcześniej w II połowie roku, podczas gdy cła natychmiast.

W ostatnich miesiącach na rachunku obrotów bieżących Polski pojawił się deficyt, który według naszych szacunków pogłębi się do 1% PKB w ujęciu całego roku 2025. Dominujący wpływ na pogorszenie tej miary równowagi zewnętrznej będzie miało powiększenie deficytu handlowego (do 1,4% PKB) w związku ze zwiększeniem importu, związanego ze zbrojeniami i inwestycjami infrastrukturalnymi przy jednoczesnej powolnej odbudowie eksportu. Dodatkowo, pogorszenie warunków wymiany handlowej dla całej Unii Europejskiej wskutek ceł, pośrednio uderzy negatywnie w *terms of trade* Polski. Konsekwencją rosnącej nierównowagi w bilansie handlowym i wynikającego z niej pogorszenia się pozycji zewnętrznej Polski jest relatywny spadek popytu na polską walutę względem wzrostu popytu na waluty obce, co według naszej oceny będzie ciążyć złotemu.

Zakładaną deprecjację złotego łagodzić będą relatywnie dobre perspektywy krajowej gospodarki w 2025 r. (wzrost PKB 3,5% vs. 2,9% w 2024 r.), plasujące Polskę jako lidera wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej. Na poprawę koniunktury dominujący wpływ będzie miał istotny wzrost inwestycji, z wykorzystaniem funduszy unijnych otrzymanych w ramach KPO. Szacunki ekonomistów wskazują, że również w 2026 r. roku utrzyma się solidne tempo wzrostu PKB. Będzie to m. in. efektem pośredniego wpływu na polską gospodarkę ożywienia koniunktury w strefie euro, w szczególności w Niemczech.

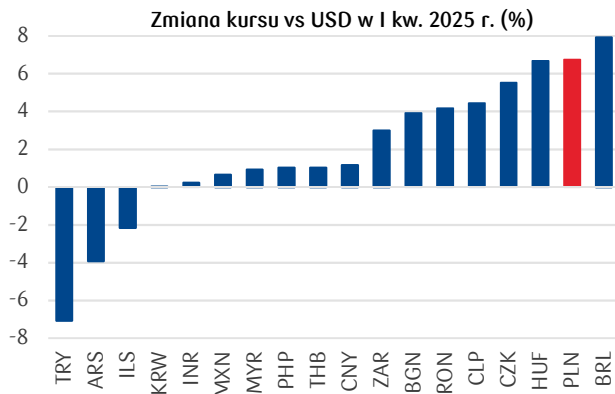
Oczekiwane przez nas zejście inflacji CPI w III kw. 2025 r. poniżej górnej granicy odchylenia od celu oraz niższa ścieżka inflacji z lipcowej projekcji NBP to argumenty, które według naszej oceny skłonią RPP do rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych w lipcu. Jednakże, biorąc pod uwagę prognozowane przez ekonomistów PKO BP szybsze tempo dezinflacji, zakładane przez nas obniżki stóp o łącznej skali 75 pb. w horyzoncie 2025 r. nie przełożą się na spadek realnych stóp procentowych, a efektywna restrykcyjność polityki pieniężnej NBP utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie. To, przy oczekiwanej przez nas kontynuacji obniżek stóp przez EBC w 2025 r. i przy możliwym mocniejszym ich cieciu w związku z negatywnym wpływem na PKB polityki celnej USA, przy jednoczesnej stabilizacji inflacji HICP w strefie euro nieznacznie powyżej 2% r/r, poprawi dyferencjał stóp procentowych pomiędzy NBP a EBC w ujęciu realnym, wspierając fundamentalnie złotego w relacji do euro.

Czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz jest ewentualne złagodzenie przez administrację D. Trumpa nastawienia odnośnie ceł, co mogłoby skutkować wzrostem globalnego apetytu na ryzyko, na którym zapewne skorzystałyby waluty EM, w tym złoty. Źródłem niepewności dla polskiej waluty jest także sposób i termin zakończenia wojny Rosji z Ukrainą. Ewentualne zawieszenie broni skutkujące zmniejszeniem ryzyka geopolitycznego mogłoby przynajmniej przejściowo wzmocnić waluty CEE-3 oraz euro.

Andrzej Kiedrowicz
Strateg
andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl
t: 22 521 68 91

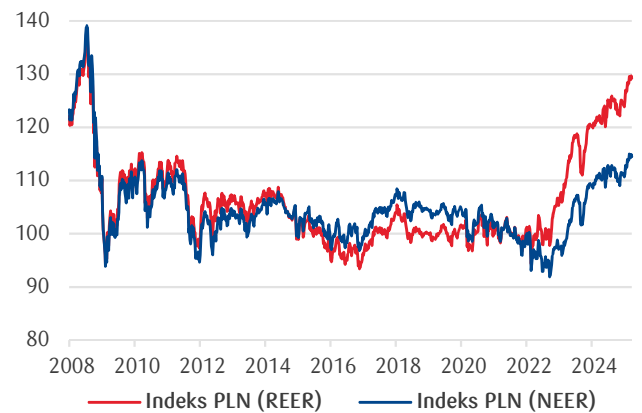
Tomasz Marek
Strateg
tomasz.marek@pkobp.pl
t: 785 065 512

Wykres 1. W I kw. 2025 r. większość walut EM umocniła się do dolara, a wśród nich pozytywnie wyróżniały się waluty z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złoty.



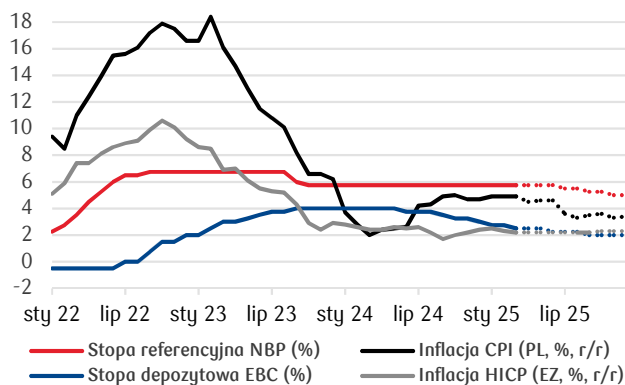
Źródło: Refinitiv

Wykres 2. Trwający od IV kw. 2022 r. trend aprecjacyjny złotego doprowadził do umocnienia PLN do 16-letnich maksimów do koszyka walut, zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym (ważonym ich udziałem w wymianie handlowej).



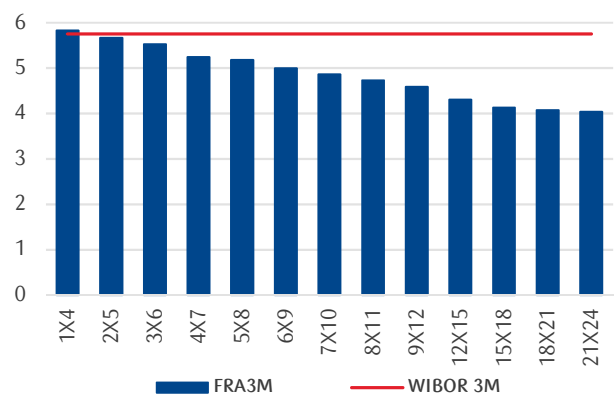
Źródło: Refinitiv

Wykres 3. W II połowie 2025 r. RPP wznowi cykl obniżek stóp procentowych, jednakże ich skala w 2025 r. będzie relatywnie niewielka. Dyferencjał stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro (w ujęciu realnym, skorygowanym o CPI), powinien ulec dalszej poprawie, wspierając siłę PLN w relacji do euro...



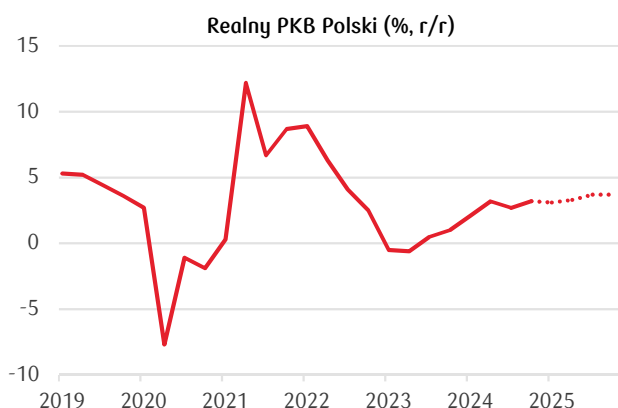
Źródło: Refinitiv, NBP, GUS, PKO Bank Polski (prognoza - linia przerywana)

Wykres 4. ...z drugiej strony kontrakty FRA wyceniają prawie 125 pb. obniżek stóp procentowych NBP do końca 2025 r. Utrzymanie tak wysokich, rynkowych wycen skali obniżek stóp w dłuższym terminie mogłoby fundamentalnie zacząć ciążyć złotemu.



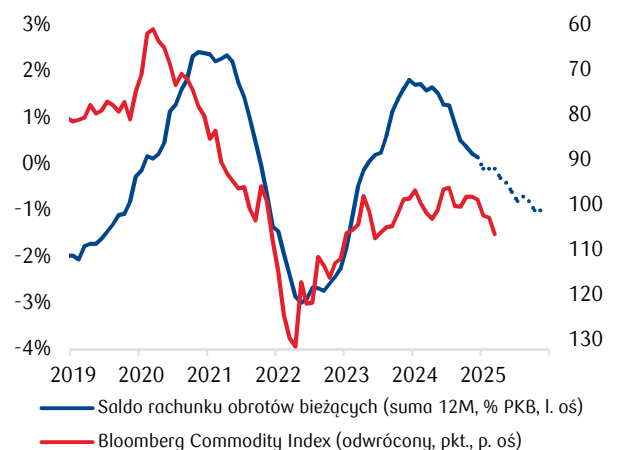
Źródło: Refinitiv

Wykres 5. Perspektywy solidnego wzrostu gospodarczego Polski w 2025 r., bazujące m.in. na wyraźnym wzroście inwestycji, wspierają zapowiedziane pakiety fiskalne w Niemczech.



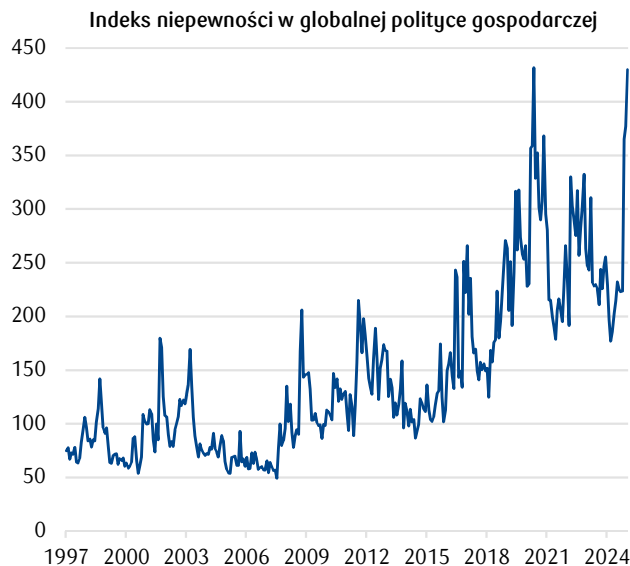
Źródło: Refinitiv, GUS, PKO Bank Polski (prognoza - linia przerywana)

Wykres 6. Na przestrzeni 2025 r. deficyt na rachunku C/A pogłębi się do 1% PKB, co będzie fundamentalnie ciążyć złotemu. Dalszy wzrost cen surowców może odbić się negatywnie na krajowych „terms of trade”.



Źródło: Refinitiv, NBP, PKO Bank Polski (prognoza - linia przerywana)

Wykres 7. Polityka gospodarcza, w tym głównie celna, nowej administracji D. Trumpa, wywołała drastyczny, globalny wzrost niepewności gospodarczej...



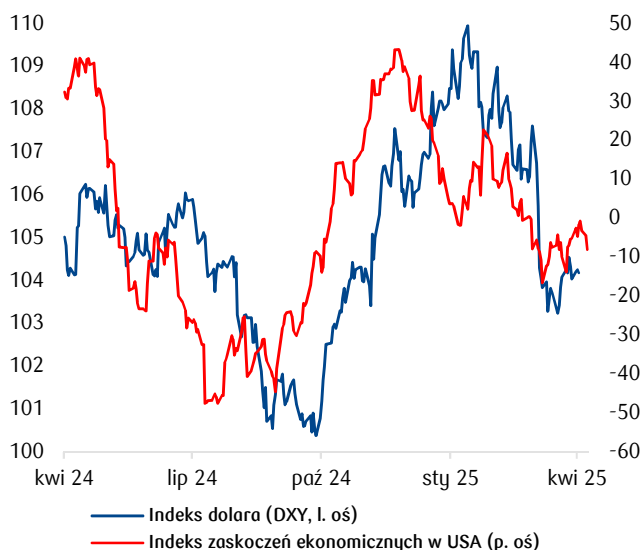
Źródło: fred.stlouisfed.org

Wykres 8. ... a rynki, w tym głównie rynki akcji, w ograniczonym stopniu wyceniły scenariusz istotnego, globalnego spowolnienia gospodarczego.



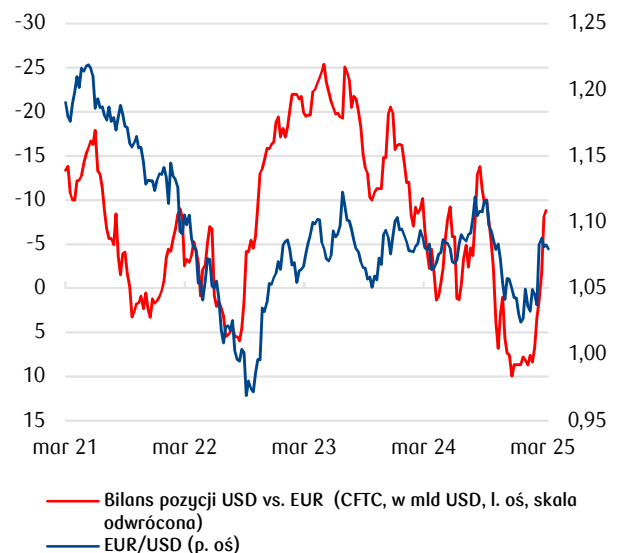
Źródło: Refinitiv

Wykres 9. Na indeksie dolara inwestorzy dostosowali w istotny sposób swoją pozycję do pogarszających się danych makroekonomicznych z USA...



Źródło: Refinitiv, CFTC

Wykres 10. ...co łącznie z istotną zmianą w pozycjonowaniu na EUR/USD, będzie w naszej opinii sprzyjać stabilizacji kursu tej pary w perspektywie II kwartału 2025 roku.



Źródło: Refinitiv, CFTC

Prognozy dla rynku walutowego.

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25P	3q25P	4q25P
EUR/USD	1,11	1,05	0,98	1,07	1,08	1,09	1,06	1,10	1,08	1,07	1,11	1,04	1,08	1,07	1,09	1,10
EUR/PLN	4,64	4,70	4,85	4,69	4,68	4,43	4,63	4,34	4,29	4,31	4,28	4,28	4,19	4,22	4,20	4,18
USD/PLN	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,06	4,37	3,93	3,97	4,02	3,84	4,13	3,87	3,94	3,85	3,80
EUR/CHF	1,02	1,00	0,97	0,99	0,99	0,98	0,97	0,93	0,97	0,96	0,94	0,94	0,96	0,95	0,96	0,97
CHF/PLN	4,54	4,69	5,01	4,72	4,71	4,52	4,78	4,67	4,40	4,47	4,55	4,55	4,37	4,44	4,38	4,31

P-prognoza
Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv (stan na dzień 02.04.2025)

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

Dr Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

t: 22 521 68 91

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Rynek Walutowy i Rynek Stopy Procentowej

Tomasz Marek

t: 785 065 512

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

t: 22 521 81 65

tomasz.niewinski@pkobp.pl

Materiał został ukończony 2 kwietnia 2025 r. o godz. 10:00.

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5% wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, 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.