

W I kw. 2025 r. prognozujemy, że złoty pozostanie względnie stabilny, z tendencją do niewielkiego osłabienia w stosunku do euro (4,30) przy jednoczesnej stabilizacji względem dolara (4,10) na bazie zakładanej przez nas korekty kursu EUR/USD do 1,05.

Na polską walutę negatywny wpływ będzie wywierało pogorszenie salda handlowego oraz prawdopodobne wznowienie obniżek stóp przez NBP. Globalnie, podobnie jak innym walutom rynków wschodzących, złotemu cięży będzie utrzymywanie stóp procentowych Fed na restrykcyjnym poziomie i towarzyszący temu silny dolar, który w naszej opinii w pierwszych miesiącach przyszłego roku utrzyma się w pobliżu tegorocznych maksimów. Zakładamy również, że po zaprzysiężeniu na prezydenta D. Trumpa jego administracja rozpocznie wprowadzanie w życie przedwyborczych obietnic, używając cel jako narzędzia nacisku na największych partnerów handlowych. To naszym zdaniem zwiększy zmienność na rynkach finansowych, wywołując wzrost globalnej awersji do ryzyka. Złotego stabilizować będą natomiast perspektywy solidnego wzrostu gospodarczego Polski w 2025 r. oraz możliwość sprzedaży znaczących ilości dewiz znajdujących się na rachunku Ministerstwa Finansów, zwłaszcza w okresach podwyższonej rynkowej presji.

Według naszych prognoz już na początku II kw. 2025 r. na rachunku bieżącym Polski pojawi się deficyt w ujęciu dwunastomiesięcznym, a ten niekorzystny dla krajowej waluty trend będzie kontynuowany w dalszej części roku. Pogorszenie salda handlowego będzie efektem wzrostu importochłonnych inwestycji energetycznych i zbrojeniowych przy utrzymującym się słabym popycie na eksport. Uważamy także, że w I kw. 2025 r. nasilą się rynkowe oczekiwania na wznowienie cyklu obniżek stóp NBP, co będzie m.in. konsekwencją cięć stóp procentowych przez główne banki centralne. Lokalnie oczekiwania te wspierać będzie perspektywa powrotu inflacji CPI do trendu spadkowego poczynawszy od II kw. przyszłego roku oraz prognozowane przez nas osiągnięcie górnego przedziału odchyleń od celu inflacyjnego w ostatnim kwartale roku. Pomimo, że prezes A. Głapiński ostatnio ponownie odsunął na 2026 r. moment wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych, to jak pokazały późniejsze wypowiedzi członków RPP nie jest to jednolite stanowisko całej Rady. Część jej członków wskazuje, że do obniżek stóp procentowych w Polsce może dojść już w I połowie 2025 r., rozpoczęcie łagodzenia polityki pieniężnej w kraju od maja 2025 r. jest scenariuszem bazowym ekonomistów PKO BP. Uważamy jednak, że różnice w polityce pieniężnej EBC i RPP, które będą mieć miejsce w pierwszych miesiącach roku zostały już przez rynek w istotnym stopniu wycenione, co było jedną z przyczyn grudniowego umocnienia złotego, który w relacji do euro kończy 2024 r. w pobliżu 5-letnich maksimów.

Naszym zdaniem złotemu podobnie jak innym walutom rynków wschodzących w perspektywie I kw. 2025 r. cięży będzie silny dolar, którego wspiera mocniejszy wzrost gospodarczy USA względem strefy euro (a na kontynuację tego trendu wskazują m. in. ostatnie projekcje EBC i Fed) oraz różnice w zakładanym przez rynek tempie obniżek stóp Europejskiego Banku Centralnego oraz amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Dodatkowo w pierwszej części kwartału dolara powinny wzmacniać obawy inwestorów o negatywny wpływ na gospodarkę i rynki finansowe napięć handlowych pomiędzy USA a Unią Europejską i Chinami, u podstaw których stać będzie groźba użycia lub też faktyczne użycie cel przez administrację D. Trumpa. Na skutek oddziaływania tych czynników w pierwszej części I kw. nie wykluczamy tymczasowego zejścia kursu EUR/USD poniżej 1,03. Uważamy jednak, że na koniec marca kurs ten wzrośnie do okolic 1,05, o czym w naszej opinii zadecydują dwa czynniki. Po pierwsze, nie sądzimy, że nowa amerykańska administracja będzie w krótkim czasie eskalować wojny handlowe z obawy o wzrost inflacji, gdyż uderzyłoby to również w krajowego konsumenta, a walka z rosnącymi cenami była jednym z głównych haseł wyborczych D. Trumpa. Po drugie, uważamy, że zbliżające się do skrajnych poziomów pozycjonowanie inwestorów w długiej pozycji na USD względem walut G10 w perspektywie kilku tygodni sprzyjać będzie realizacji zysków, szczególnie jeśli w otoczeniu rynkowym nie pojawią się nowe, niedyskontowane jeszcze czynniki, które wspierałyby kontynuację globalnej aprecjacji dolara.

Fundamentalnym wsparciem dla złotego będą natomiast perspektywy solidnego wzrostu gospodarczego w 2025 r., wyróżniające Polskę na tle większości europejskich gospodarek. Wzrost PKB w ujęciu realnym ma według naszych prognoz wynieść 3,5%, głównie na skutek znaczącego zwiększenia inwestycji finansowanych środkami unijnymi. Ryzykiem dla tej prognozy jest strukturalna słabość naszych głównych partnerów handlowych, w tym przede wszystkim Niemiec oraz ryzyko jej pogłębienia w przypadku nałożenia przez administrację D. Trumpa nowych cel na towary importowane z Europy i Chin. Złotego, w czasie zakładanego przez nas w I kw. 2025 r., wzrostu rynkowej zmienności, stabilizować będzie także rekordowo wysoki poziom dewiz utrzymywanych na rachunkach Ministerstwa Finansów. Środki te, w okresach podwyższonej presji rynkowej, mogą być wymieniane bezpośrednio na rynku ograniczając ewentualną deprecjację polskiej waluty.

Czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz jest niedoszacowanie tempa i skali wdrażania wyborczych obietnic przez D. Trumpa krótko po jego zaprzysiężeniu, co wywarłoby silniejszą presję na globalną aprecjację dolara, czego skutkiem byłby słabszy niż w zaprezentowanych prognozach złoty. Z drugiej strony, ewentualna perspektywa szybkiego rozejmu lub wypracowania porozumienia pokojowego między Rosją a Ukrainą powinna, przynajmniej w krótkim terminie, poprawić rynkowy nastrój względem euro, co doprowadziłoby do mocniejszego od naszej prognozy wzrostu jego kursu i poprzez redukcję ryzyka geopolitycznego umocniłoby również złotego.

Andrzej Kiedrowicz

Strateg

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

t: 22 521 68 91

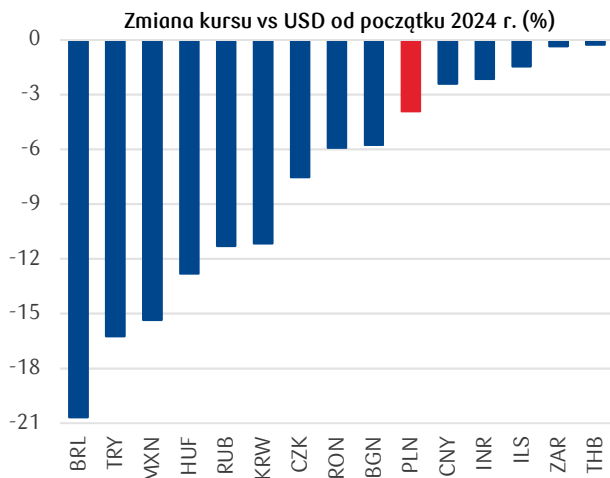
Tomasz Marek

Strateg

tomasz.marek@pkobp.pl

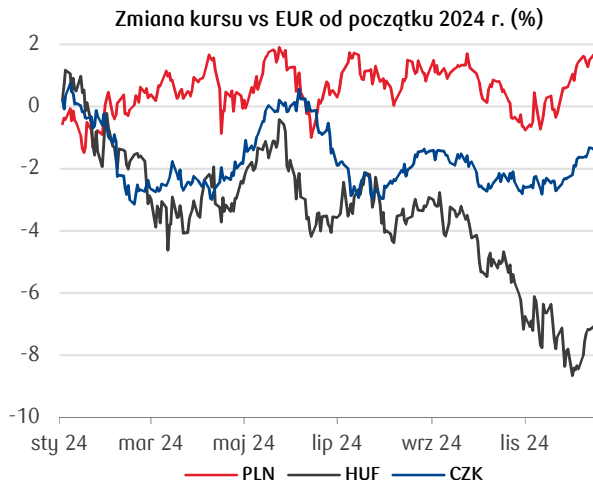
t: 785 065 512

Wykres 1. W 2024 r. dolar umocnił się wyraźnie do koszyka walut rynków wschodzących, ale złoty był jedną z najmniej poszkodowanych w tym zestawieniu walut.



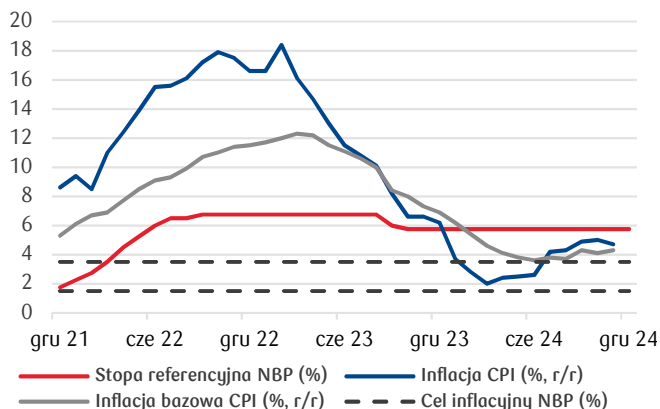
Źródło: Refinitiv

Wykres 2. Złoty był w 2024 r. najmocniejszą walutą w regionie Europy Środkowo-Wschodniej dzięki m.in. utrzymaniu restrykcyjnego poziomu stóp procentowych NBP.



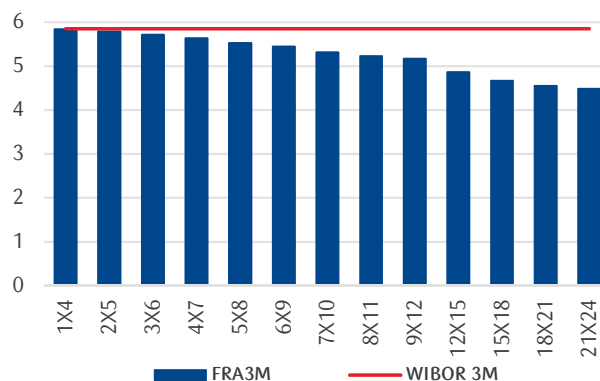
Źródło: Refinitiv

Wykres 3. RPP nie widzi przestrzeni do wznowienia cyklu luzowania pieniężnego w I kw. 2025 r. w związku z oczekiwanym wzrostem inflacji, a jedynie część jej członków uważa, że przestrzeń do obniżek stóp NBP pojawi się w I połowie 2025 r.



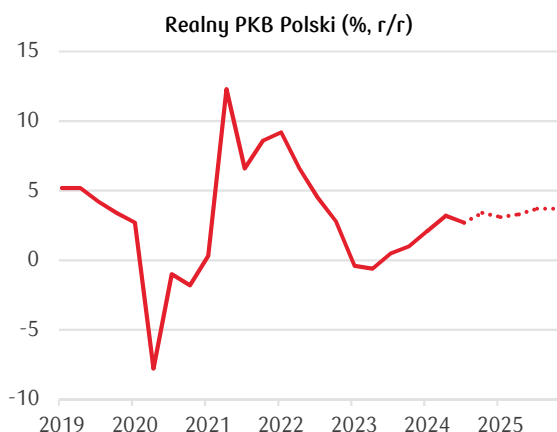
Źródło: Refinitiv, NBP, GUS

Wykres 4. Kontrakty FRA z kolei w pełni wyceniają pierwszą obniżkę stóp NBP o 25 pb. w kwietniu 2025 r. i ich spadek o około 100 pb. do końca 2025 r. Wzrost oczekiwań rynkowych na obniżki stóp będzie wywierać presję na osłabienie złotego.



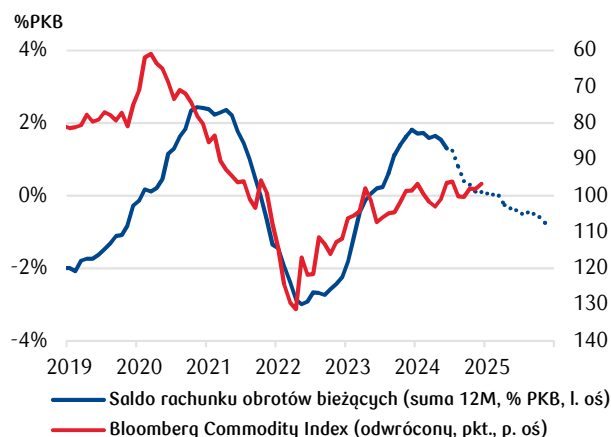
Źródło: Refinitiv

Wykres 5. Perspektywy solidnego wzrostu gospodarczego w 2025 r., bazujące m.in. na silnym wzroście inwestycji, obciążone są ryzykiem pogłębienia się strukturalnej słabości głównych partnerów handlowych Polski.



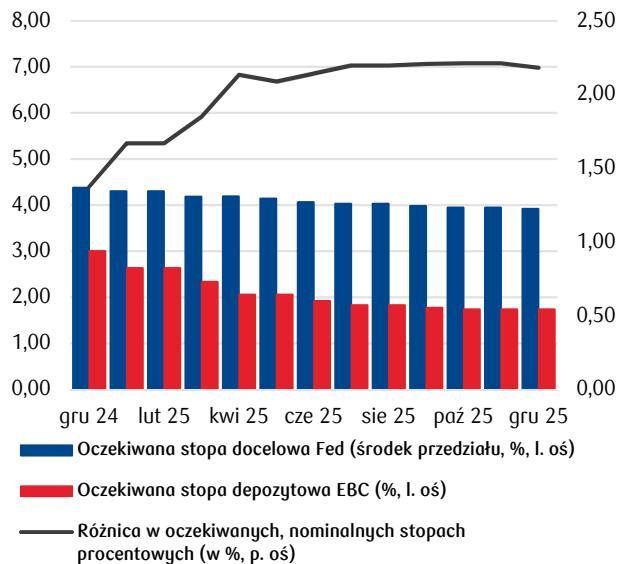
Źródło: Refinitiv, GUS, PKO Bank Polski (prognoza)

Wykres 6. Na początku II kwartału 2025 r., na rachunku C/A Polski pojawi się deficyt, co zaczyna fundamentalnie ciężać złotemu. Stabilizacja cen surowców nie chroni już przed pogorszeniem się krajowych „terms of trade”.



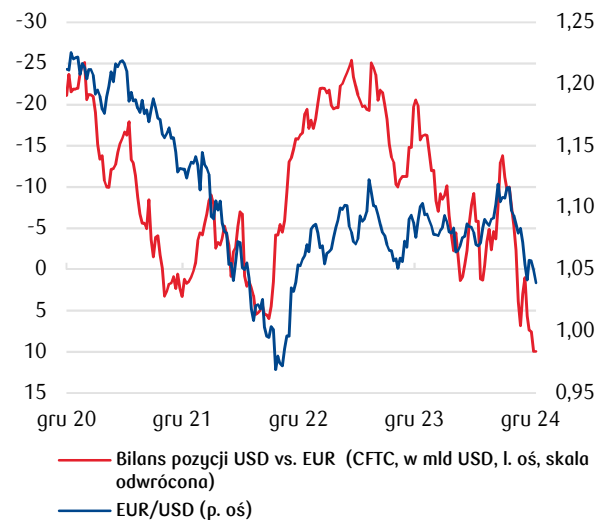
Źródło: Refinitiv, NBP, PKO Bank Polski (prognoza)

Wykres 7. Po grudniowych posiedzeniach Fed i EBC rynek zakłada, że różnica w nominalnych stopach procentowych wspierająca siłę dolara w relacji do euro będzie się powiększać co najmniej do kwietnia 2025 r. ...



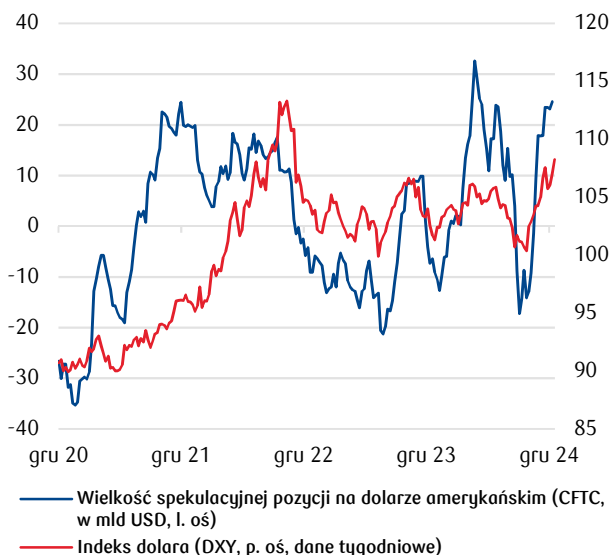
Źródło: Refinitiv

Wykres 8. ... jednak na rynku EUR/USD inwestorzy od września 2024 r. pozycjonują się pod taki scenariusz, a dodatni bilans pozycji USD vs. EUR jest obecnie najwyższy od kilku lat.



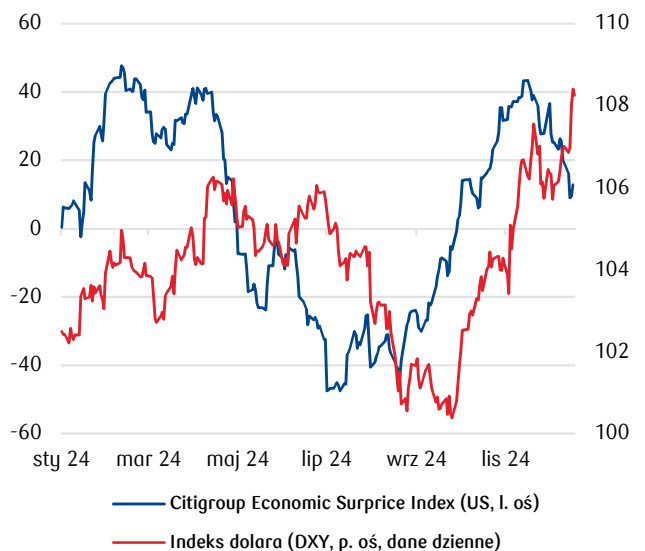
Źródło: Refinitiv, CFTC

Wykres 9. Dodatkowo wielkość długiej pozycji netto na dolarze amerykańskim względem walut G10 utrzymuje się w okolicy maksimum z kilku ostatnich lat...



Źródło: Refinitiv, CFTC

Wykres 10. ...co w przypadku ewentualnych negatywnych zaskoczeń ze strony odczytów danych makro z USA może otworzyć przestrzeń przynajmniej do korekty ostatnich trendów.



Źródło: Refinitiv

Prognozy dla rynku walutowego.

	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24*	1q25P	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	1,05	1,06	1,07	1,08
EUR/PLN	4,64	4,70	4,85	4,69	4,68	4,43	4,63	4,34	4,29	4,31	4,28	4,26	4,30	4,32	4,34	4,32
USD/PLN	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,06	4,37	3,93	3,97	4,02	3,84	4,10	4,10	4,08	4,06	4,00
EUR/CHF	1,02	1,00	0,97	0,99	0,99	0,98	0,97	0,93	0,97	0,96	0,94	0,93	0,92	0,93	0,93	0,94
CHF/PLN	4,54	4,69	5,01	4,72	4,71	4,52	4,78	4,67	4,40	4,47	4,55	4,58	4,67	4,65	4,67	4,60

P-prognoza
Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv (*stan na dzień 20.12.2024)

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

Marek Jezierski

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

marek.jezierski@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 20 grudnia 2024 r. o godz. 12:00.

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem 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.