

Prognozy gospodarcze na 2025 rok



Kamil Sobolewski

główny ekonomista Pracodawcy RP

www.pracodawcyrp.pl



in



/pracodawcyrp

2025

Prognozy gospodarcze na 2025 rok

Na 2025 rok spodziewam się znacznie niższego, niż oczekuje konsensus, wzrostu gospodarczego i inflacji istotnie niższej niż konsensus. Moim zdaniem wzrost i inflacja nie przyspieszą względem 2024 roku.

Moja prognoza względem innych ośrodków analitycznych różni się głównie przewidywanym mniejszym wzrostem konsumpcji. Nie widzę podstaw do przyspieszenia konsumpcji, gdy załamuje się bardzo wysoka dynamika zarówno płacowych, jak i pozapłacowych dochodów ludności z 2024 roku.

Prognozuję więcej inwestycji niż konsensus. Likwidacja luki w inwestycjach względem podobnych krajów regionu, tj. Czech, Węgier czy Rumunii, wymagałaby trwałego realnego wzrostu inwestycji o 50%. Oczekiwana przeze mnie 10-procentowa dynamika inwestycji w szczycie wykorzystania KPO stanowi scenariusz nie optymistyczny, a tylko nieco mniej pesymistyczny. Szczególnie że jako inwestycje ujmowane są też dostawy uzbrojenia, a polskie nakłady na obronność będą najwyższe w UE.

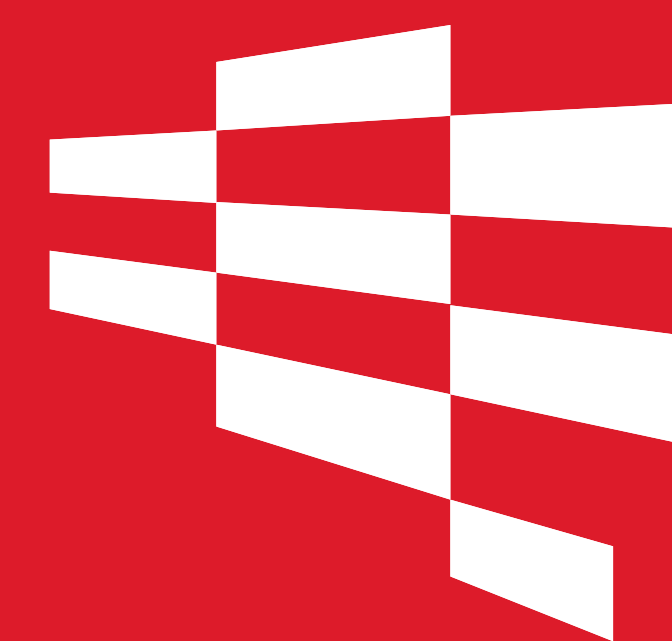
Spodziewam się, że rosnąca część popytu krajowego będzie zaspokajana przez import. Dotyczy to uzbrojenia, dóbr inwestycyjnych do ekspresowej realizacji KPO oraz dóbr konsumpcyjnych w oczekiwanych warunkach silnego złotego.

Możliwości wytwórcze gospodarki są pod negatywnym wpływem demografii, dostosowań klimatycznych, szoku wynikającego z wojny, nadmiernie zacieśnionej polityki migracyjnej. Import będzie zaspokajał te potrzeby, których nie da się dość szybko i tanio zaspokoić siłami własnymi.

	2024 mediana	2024 Pracodawcy	2025 mediana	2025 Pracodawcy
PKB, proc, w cenach stałych, r/r	2,8	2,7	3,6	2,7
Inwestycje (wg RN), proc. r/r	1,1	2,1	8,0	10,0
Konsumpcja (wg RN), proc. r/r	3,0	3,0	3,2	2,0
Saldo obrotów bieżących, proc. PKB	0,0	0,1	-0,6	-1,2
CPI, proc., r/r, średniorocznie	3,7	3,7	4,5	3,7
CPI bez cen energii i żywności (inflacja bazowa), proc., r/r., średniorocznie	4,3	4,4	3,9	3,8
Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, proc., r/r., średniorocznie	11,3	11,1	8,5	7,5
Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej, proc., r/r., średniorocznie	13,6	13,4	8,0	7,0
Liczba pracujących wg. BAEL, proc. rok do roku	-0,3	-0,3	0,0	-0,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego, proc., na koniec roku, w proc.	5,1	5,0	5,0	5,0
Saldo sektora finansów publ. (wg. ESA2010), proc.PKB, na koniec roku	-5,8	-5,7	-5,6	-5,6
Dług publiczny (wg. ESA2010), proc. PKB, na koniec roku	54,9	54,5	59,5	59,9
Stopa Referencyjna NBP, proc., na koniec roku	5,75	5,75	5,00	5,00
EUR/PLN, średnio	4,31	4,31	4,32	4,25
USD/PLN, średnio	3,98	3,97	4,03	4,00
EUR/PLN, na koniec roku	4,27	4,27	4,31	4,35
USD/PLN, na koniec roku	4,06	4,10	4,02	4,10
WIG20, pkt na koniec roku	2208	2200	2400	2300
Rentowność 10-letnich obligacji skarbu państwa na koniec roku, proc.	5,80	5,85	5,13	5,50

W polityce gospodarczej rządu widzę okno okazji w połowie roku, kiedy z radarów ekspertów rządowych zniknie polska prezydencja w UE, a z radarów polityków także wybory prezydenckie. W tym oknie okazji wdrożone powinny zostać polityki budujące polską konkurencyjność, ukierunkowane na wzmocnienie strony podażowej gospodarki w warunkach kryzysu demograficznego, wyzwań klimatycznych oraz inwestycji i innowacyjności wśród najsłabszych w UE.

Zapraszam na rozwinięcie najciekawszych wątków mojej prognozy. W nowym roku 2025 życzę nam wszystkim dużo szczęścia, by wiatr geopolityki nas głąskał, jak w 2024 roku, a nie smagał, jak w roku 2022, jak również mądrych i dalekowzrocznych decyzji w życiu prywatnym, w biznesie i w polityce.



1. Nominalne dochody ludności

Nominalny wzrost dochodów ludności znacząco spowolni w 2025 roku. Poniższa tabela przedstawia dynamikę administracyjnie ustalonych dochodów ludności w wybranych kategoriach. Ostatnia kolumna pokazuje skalę spadku średniorocznych dynamiki dochodów nominalnych z danego tytułu w punktach procentowych.

Rodzaj dochodu	Dynamika zmian (%)						Różnica
	H1 2024	H2 2024	Śr. 2024	H1 2025	H2 2025	Śr. 2025	
Płaca minimalna	20,5	19,4	20,0	10,0	10,0	9,2	-10,8
Budżetówka	20,0	20,0	20,0	5,0	5,0	5,0	-15,0
Nauczyciele	30,0	30,0	30,0	5,0	5,0	5,0	-25,0
Emerytury renty	12,1	12,1	12,1	5,8	5,8	5,8	-6,3
500+	60,0	60,0	60,0	0	0	0	-60

Dynamika emerytur i rent dotyczy także tzw. trzynastek i czternastek, przy czym nie rośnie kryterium dochodowe do wypłaty 14. emerytury (nadal 2900 zł). W konsekwencji osoby zwiększające emeryturę z poniżej 2900 do ponad 2900 otrzymają mniejszą podwyżkę sumy świadczeń niż wskazane w tabeli 5,8%. Wzrost dochodów w sektorze przedsiębiorstw (minimum 10 osób zatrudnionych) spadnie z 11,1% (11,3%) w 2024 roku do 7,5% (8,5%) w 2025 roku.

Wzrost płac w gospodarce narodowej wyniesie w 2025 roku 7,0% (8,0%) względem 13,4% (13,6%) w 2024 roku. W 2024 roku wyjątkowo niższa dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw niż w gospodarce narodowej wynikała z ogromnej skali wzrostu dochodów ustalanych administracyjnie w okresie okołowyborczym. Pod tym względem wracamy do normalności.

2. Inflacja i stopy procentowe

Inflacja średniorocznie ukształtuje się w 2025 roku na poziomie 3,7% (4,5%) względem 3,7% (3,7%) w roku 2024, czyli pozostanie na poziomie podobnym lub nawet wyższym niż w 2024 roku i powyżej celu inflacyjnego NBP.

Inflacja rządu 4,5% utrzyma się w pierwszym kwartale, jednak ze względu na efekty bazy (wysokie wzrosty cen w 2024 roku) w kwietniu i lipcu roczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych może się obniżyć o nawet 1 punkt procentowy, o ile nie wystąpią nowe istotne wzrosty cen. Główne ryzyko dla wzrostu cen to ceny regulowane np. energii, które mogą podnieść wskaźnik roczny szczególnie w IV kwartale.

Moja niższa od konsensusu prognoza inflacji zakłada brak istotnych szoków podaźowych oraz koresponduje z oczekiwaniem słabego popytu konsumpcyjnego i rosnącej konkurencji ceną.

Jeśli mam rację co do słabej koniunktury, stopy NBP powinny być obniżane najpóźniej od kwietnia, ale ze względu na kalendarz wyborczy opóźni się to prawdopodobnie do czerwca.

Jeśli rację ma konsensus i czeka nas przyśpieszenie wzrostu, także inflacja będzie wtedy wyżej, więc w tym scenariuszu obecny poziom stóp NBP jest adekwatny do stanu gospodarki i stopy prawdopodobnie pozostaną niezmiennymi do końca roku.

Kiedy stopy procentowe mogą wzrosnąć?

Wpływ na poziom stóp procentowych NBP mają warunki monetarne w reszcie świata. Tu kluczową niewiadomą są rentowności w USA. Dla obligacji 10-letnich znajdują się one zaledwie 40 punktów bazowych poniżej szczytów z 2022 roku. W scenariuszu ryzyka, prawdopodobnym na nie więcej niż 10%, dalszy ich wzrost rzędu 100 punktów bazowych może skutkować utrudnionym dostępem do kapitału na świecie i podwyżką stóp procentowych w Polsce. Scenariusz taki widziałbym przede wszystkim w razie nawrotu presji inflacyjnej związanej

z systematycznym powstawaniem szoków podażowych na różnych rynkach, nieco analogicznie do lat 70. XX wieku. Wyższa inflacja i trwale podwyższone oczekiwania inflacyjne skutkowałyby dalszym wzrostem stóp realnych w USA i odwracaniem pozytywnego szoku podażowego, jaki przed pandemią tworzyły luźne warunki monetarne.

Rentowności w USA są silnie powiązane ze skalą deficytu fiskalnego w USA, a także apetytem reszty świata na finansowanie tego deficytu.

3. Konsumpcja

Zakładam, że w 2025 roku realny wzrost konsumpcji wyniesie 2,0%. Konsensus zakłada 3,2%. Nie rozumiem, dlaczego konsensus oczekuje wzrostu konsumpcji w 2025 roku wyższego niż w 2024 roku.

W 2024 roku konsumpcja wzrosła realnie o 3,0% (3,0%), gdy realny wzrost dochodów z pracy wyniósł 9,7% (9,9%), a łącznie traktowane dochody z emerytur i rent oraz świadczenia rodzinnego rosły realnie w tempie dwucyfrowym.

Gwałtowne hamowanie dynamiki dochodów nominalnych w warunkach utrzymywania się podobnej lub nawet wyższej inflacji w przyszłym roku oznacza znaczne obniżenie tempa wzrostu dochodów realnych. Dochody z pracy w gospodarce narodowej wzrosną realnie o 4,3% (4,5%), zaś łącznie traktowane dochody z emerytur i rent oraz świadczenia rodzinnego realnie nie zmienią się.

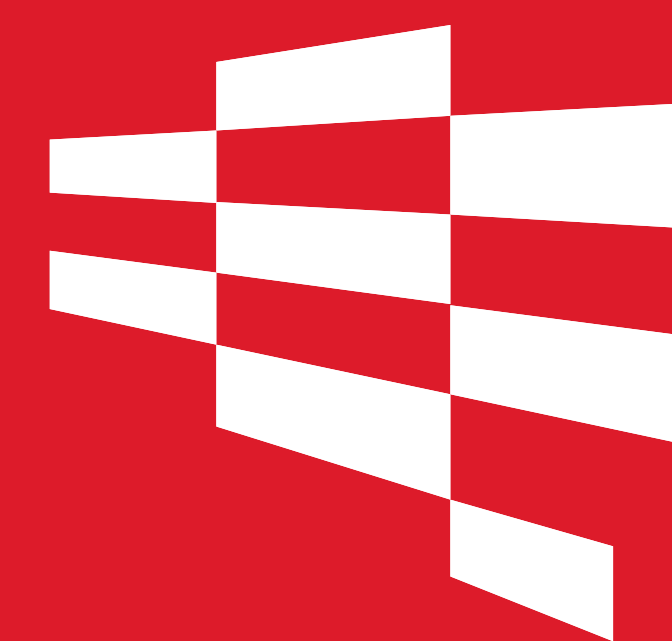
Materializację scenariusza ryzyka uprawdopodobniłaby agresywna polityka nowej administracji szczególnie względem Chin, gdyby skutkowała odpływem kapitału zagranicznego z rynku amerykańskich aktywów.

Kiedy obniżki stóp w Polsce przyspieszą?

Wpływ na optymalny poziom stóp procentowych w Polsce ma też kurs walutowy. W scenariuszu bazowym spodziewam się podtrzymania (1) presji na umocnienie złotego względem euro i (2) uzależnienia ceny dolara w złotych od zmian kursu EURUSD. Ewentualne zakończenie wojny z trwałym odsunięciem ryzyka nawrotu rosyjskiej agresji na niepodległe państwa (np. w związku z przyjęciem Ukrainy do NATO) otworzyłoby drogę do umocnienia euro względem dolara i złotego względem euro, obniżyłoby ścieżkę polskiej i unijnej inflacji, skutkowałoby spadkiem atrakcyjności polskiego eksportu na rynkach zagranicznych i wzrostem atrakcyjności zagranicznego importu na rynku krajowym i oznaczałoby pilną potrzebę obniżek stóp procentowych, szczególnie że wtedy podobną presję odczułby Europejski Bank Centralny i zapewne szybciej niż NBP przekładał ją na obniżki stóp, zwiększając dysparytet stóp polskich względem strefy euro i presję na umocnienie złotego.

Skoro 9% wzrostu realnych dochodów z pracy w 2024 roku zostało tylko w 1/3 spożytkowane na konsumpcję, co ma napędzać przyspieszenie konsumpcji w 2025 roku, gdy realne dochody z pracy będą rosły o ponad połowę wolniej, a dochody z emerytur i 800+ ulegną realnej stagnacji?

Wydaje się, że konsument nie wierzy w trwałość wzrostu realnych dochodów, z jaką mieliśmy do czynienia w ostatnich latach, i wykorzystuje nadwyżkowy dochód do zbudowania buforów bezpieczeństwa. I ma rację. Dochody w latach 2023–2024 rosły znacznie powyżej wzrostu wydajności pracy i oczekuję ich wolnego wzrostu lub nawet spadku w kolejnych latach.



Ponad 9% wzrostu dochodów realnych w 2024 roku to „miesiąc gratis na rok”. Takie tempo wzrostu dochodów nie koresponduje z tempem przyrostu produkcji dóbr i usług, wydanie tych pieniędzy w całości podniosłoby inflację, nie dobrobyt.

Także w 2025 roku, nawet gdyby dochody regulowane administracyjnie rosły szybciej niż zapowiedziano, mielibyśmy z tego powodu raczej wyższą inflację niż wyższy wzrost PKB. Produkt rośnie, opierając się na dostępnych zasobach i efektywności ich wykorzystania, a nie na wzroście popytu szybszym niż wzrost produkcji. Kiedy przyglądamy się zakupom konsumenckim z 2024 roku, szczególnie z końca roku, wyraźnie odstaje wysoka sprzedaż samochodów osobowych.

To przynajmniej częściowo efekt „odkorkowania” wąskich gardeł w łańcuchach dostaw i zaspokajania historycznie złożonych zamówień. Przyspieszeniu tego efektu sprzyja słaba koniunktura w Niemczech: uwolnione moce produkcyjne wykorzystano na wyprodukowanie m.in. polskich zamówień. Obserwowana w końcu 2024 roku wyższa dynamika sprzedaży to przynajmniej częściowo efekt kumulacji popyt bieżącego i przeszłego. W tej branży jesteśmy blisko zaspokojenia zamówień z okresu występowania wąskich gardeł w dostawach i dynamika sprzedaży może zmienić się nawet na ujemną.

4. Inwestycje (nakłady brutto na środki trwałe)

Stopniowa absorpcja środków z KPO i z nowej perspektywy budżetu UE powinna skutkować wzrostem inwestycji przedsiębiorstw i sektora publicznego, w tym samorządów.

Inwestycje to jednak zaledwie 17% PKB i nawet 10% (konsensus 8%) ich realnego wzrostu dodaje „tylko” 1,7 (1,4) punktu procentowego do wzrostu popytu wewnętrznego. Jednocześnie część popytu inwestycyjnego można porównać do „pustych kalorii”, bo z perspektywy wzrostu PKB są one neutralne: inwestycje z importu zwiększają PKB jako inwestycje i zmniejszają PKB o tę samą wartość jako import.

Wysokiemu udziałowi importu w zaspokajaniu potrzeb szczególnie inwestycyjnych sprzyjają silny złoty, zakupy uzbrojenia czy infrastruktury energetycznej niemożliwe do zaspokojenia dostawami krajowymi oraz presja terminów w KPO, którego realizacja w części grantowej musi być zakończona i rozliczona do sierpnia 2026 roku. To czas na „zakupy z półki”, a nie „produkcję pod klienta”.

Całe KPO to niecałe 50% jednorocznych inwestycji w polskiej gospodarce, ale te środki:

- a) nie przepłyną w całości w rachunkach narodowych jako inwestycje, mogą być wydane np. na płace pracowników zatrudnionych przy projektach infrastrukturalnych;
- b) częściowo zostały już wykorzystane;
- c) będą rozłożone na kolejne lata, także po sierpniu 2026 roku, gdyż kilka projektów w części pożyczkowej opiewających na 1/3 wartości KPO, w tym szczególnie kredyty z BGK i energetyka wiatrowa na morzu, jako miernik realizacji celu mają wpisane zawarcie (do sierpnia 2026) umowy z beneficjentem, zaś realizowane będą nawet kilka lat po 2026 roku;
- d) częściowo nie będą wykorzystane na projekty, na które już zostały przyznane, bo u szeregu beneficjentów warunki biznesowe uległy zmianie od czasu złożenia wniosku i nie ma woli lub możliwości gonienia z realizacją projektów z ryzykiem utraty dofinansowania w razie opóźnień.

Ostatni wspomniany czynnik wynika ze zmiennych warunków biznesowych, przy czym zmienność dla pojedynczej firmy czy branży jest znacznie większa niż obserwowana w całej gospodarce. Dla przykładu w produkcji pojazdów, przemyśle spożywczym, drzewnym czy w handlu doszło do istotnego pogorszenia koniunktury oraz jeszcze większego pogorszenia wyników finansowych, co wiąże się z ujemną dynamiką cen producenta. Upośledzona została zdolność tych firm do zaciągania zobowiązań finansowych, których dostępna skala zależy od aktualnych zysków biznesu, a efekt ten działa z dźwignią uzależnioną od aktualnego stanu zadłużenia: im wyższe istniejące zadłużenie, tym większy wpływ spadku zysków na dostępność nowych kredytów.

Ważnymi czynnikami wpływającymi na ograniczenie lub rezygnację firm z projektów w ramach KPO są (na bazie anegdotycznej): trwające procedury administracyjne związane z projektem inwestycyjnym, np. pozwoleniem na budowę,

5. Zapasy

Koniunktura konsumencka w 2024 roku okazała się słabsza, niż zakładały plany biznesowe i produkcyjne oparte na przewidywanych wzrostach dochodów ludności. Skutkowało to wzrostem realnych (fizycznych) zapasów w firmach produkcyjnych i handlowych. W kategoriach nominalnych efekt ten jest mniej widoczny, zamaskowany przez ujemną dynamikę cen producenta.

Zgromadzony zapas będzie kłopotliwy dla firm, szczególnie w „moim” scenariuszu słabszej konsumpcji może zachęcać do ograniczania produkcji i wyprzedaży tych częściowo „wymuszonych” zapasów.

6. Wzrost PKB

Oczekuję wzrostu PKB w 2025 roku o 2,7% (3,6%) względem 2,7% (2,7%) w 2024 roku. Nawet bardzo silny popyt inwestycyjny może nie wystarczyć do podniesienia tempa wzrostu, bo słaba konsumpcja wiedzona spadkiem dynamiki dochodów będzie napędzać redukcję zapasów, a rosnąca część popytu krajowego będzie zaspokajana z importu. Polski eksport towarów, w warunkach wysokich cen energii, płacy minimalnej wyższej niż w Czechach

które są niezależne od firmy, ale grożą opóźnieniem realizacji inwestycji i utratą dofinansowania, oraz słabszy od oczekiwań popyt konsumencki, rodzący kolejną wątpliwość: po co zwiększać moce produkcyjne, skoro popyt nie wzrósł znacząco w 2024 roku, fenomenalnym dla konsumenta okresie wzrostu dochodów, a spodziewany jest niższy wzrost dochodów konsumenta?

Podejmowaniu ryzyka niezmiennie nie sprzyja niepewność prawa gospodarczego i podatkowego, antybiznesowa polityka rządu w zakresie płacy minimalnej i imigracji oraz zapowiedzi debaty nad rozwiązaniami zabójczymi dla biznesu, jak 4-dniowy 32-godzinny tydzień pracy.

Jednocześnie projekty w ramach KPO mają potencjał wykorzystywać środki własne i finansowanie dłużne, więc wpływ KPO na inwestycje może być większy niż sama wartość KPO, szczególnie jeśli wstrzymywano się z inwestycjami, by realizować je z KPO.

Wyprzedaż zapasów bez ich pełnego odtwarzania z produkcji „zużywa” popyt wewnętrzny bez wpływu na PKB: popyt zaspokajany jest z półki z zapasami, a nie z nowej produkcji.

Część firm w wywiadzie zwraca uwagę na opóźniony szok spowodowany kosztami produkcji, wynikający ze wzrostu cen energii, gdyż we wcześniejszym okresie cieszyły się taryfą ze starych umów. W tych przypadkach produkcja „na zapas” była wyborem na zasadzie arbitrażu: wytwarzam, póki koszt jest niski.

czy Portugalii, kurczących się zasobów pracy, ograniczania możliwości przyjazdu cudzoziemców i antybiznesowej ofensywy jednego z koalicjantów, może wykazać tendencję wzrostową tylko w razie osłabienia złotego, które nie jest moim scenariuszem bazowym. Polski eksport usług jest na stabilnej trajektorii wzrostowej, którą podcinać może konkurencja ukraińskich firm na rynku samochodowych przewozów towarowych.



7. Podażowa strona gospodarki

Wzrost PKB to wzrost produkcji. Nauczyliśmy się liczyć go od strony wskazania, kto i za ile kupi tę produkcję, ale ta kalkulacja ma sens wyłącznie pod warunkiem istnienia wolnych mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach. Z tymi mocami jest coraz większy problem.

Kurczy się liczba osób w wieku produkcyjnym, na razie tempo to wynosi 0,5% pracujących na rok, ale wzrośnie do 2% pracujących na rok. To diametralna zmiana względem przyrostu 1% pracujących co roku w ostatnich 2 dekadach. W krótkim okresie liczbę aktywnych zawodowo i pracujących może ratować podejmowanie się pracy przez osoby dawniej wykluczone z rynku pracy (wyższa aktywność zawodowa). To ona w dużym stopniu wyjaśnia niepewność co do stopy bezrobocia w Polsce.

Jednak duży obrazek nie zostawia złudzeń: dziś mamy 22 miliony osób w wieku produkcyjnym, za 30 lat będzie ich 13 milionów, więc 17 milionów pracujących według BAEL nie jest możliwe do zrealizowania w przyszłości, nawet gdyby przyjąć skandynawskie poziomy aktywności zawodowej i imigrację do Polski w skali 100 tys. osób rocznie, którą postulują Pracodawcy RP. Wzrost aktywności zawodowej szczególnie u kobiet ma też negatywny wpływ na dzietność i mógłby w dłuższym okresie negatywnie oddziaływać na możliwości podażowe gospodarki. Łączny ujemny wpływ demografii, czyli malejącej liczby osób pracujących, oraz niższej wydajności starzejącego się społeczeństwa firma McKinsey oszacowała na 30% PKB.

Narastają wyzwania klimatyczne. Gdybyśmy chcieli zmniejszyć emisyjność polskiej gospodarki w przeliczeniu na jednostkę produkcji do poziomu średniego w UE, który przecież ma podlegać dalszej redukcji, to musimy zmniejszyć emisyjność o 30%. Ratunkiem dla Polski może być postęp technologiczny. Niestety, inwestycje i innowacyjność wśród najsłabszych w UE nie pozwalają obecnie na optymizm co do tego czynnika. Nawet automatyzacja, robotyzacja i rozwój sztucznej inteligencji nie będą „darmowym lunchem”, który spłynie na nas bez świadczeń wzajemnych: z owoców technologii korzystają jej właściciele, a nie tylko użytkownicy.

Wieloletnie zaniedbania inwestycyjne w Polsce często są podsumowywane zdaniem „inwestycje były niskie, a mimo to wysoki wzrost się utrzymał”. Im głębiej drążę ten temat, tym bardziej dostrzegam błąd w takim rozumowaniu. Procesy inwestycyjne są bardzo długotrwałe, od rozpoczęcia nakładów do pierwszych rezultatów w postaci produkcji często mija ponad 5 czy 10 lat. Elektrownia atomowa, elektrownie wiatrowe na morzu, innowacje w przemyśle farmaceutycznym, infrastruktura kopalni i dużych zakładów przemysłowych – te zaniedbania z przeszłości nie przeszły bez echa, będą mścić się na nas w nadchodzących latach i skutkować brakiem produkcji, którą konkurenci polscy będą uruchamiać, bo nie zaniedbali nakładów.

Z powodów podażowych polski wzrost gospodarczy spowolni ze średnio 3,5% w ostatniej dekadzie do poniżej 2% w nadchodzących 2 dekadach. Wzrost powyżej 3% będzie wyjątkiem, a nie regułą, której spodziewają się analitycy, ministerstwo finansów czy NBP w prognozach na nadchodzące lata.

8. Nierówności

Rośnie grono komentatorów zamierzających sprawiedliwiej podzielić PKB w imię ważnych interesów społecznych, skupionych na nierównościach dochodowych, które są w Polsce znacznie poniżej międzynarodowej przeciętnej. W tego typu analizach pomijany jest istotny fakt: ceną za dalszy spadek nierówności, wzrost obciążenia ludzi sukcesu podatkami może być demotywacja do podejmowania wysiłku, motywacja do emigracji i spadek wielkości gospodarki, którą jesteśmy w stanie podzielić.

9. Równowaga zewnętrzna

Zbudowany w Polsce majątek publiczny i prywatny powstał w istotnym stopniu za pieniądze z zagranicy. To cena za szybki wzrost gospodarczy w ostatnich trzech dekadach po zrujnowaniu stanu własności polskich rezydentów za czasów komunistycznych. Majątek Polaków za granicą jest znacznie mniejszy niż obcych podmiotów w Polsce. Różnica między nimi to pozycja inwestycyjna netto – miara nierównowagi zewnętrznej.

Polska ujemna pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB przez lata była jedynym parametrem przekraczającym poziom alarmowy w monitoringu nierównowag Komisji Europejskiej.

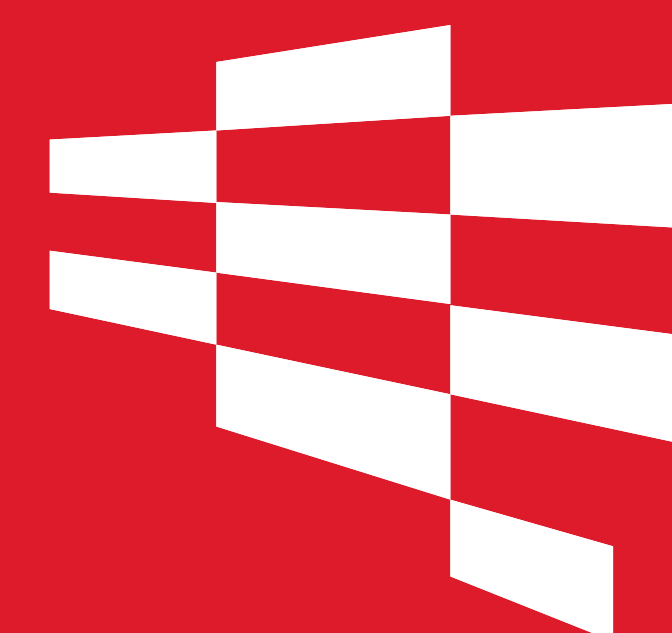
Zmniejsza się ona wskutek wzrostu gospodarki lub nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Jeśli pozycja inwestycyjna netto jest miarą stanu, to nadwyżka lub deficyt na rachunku bieżącym jest miarą przepływu zmieniającego stan.

Ostatnia dekada szybkiego wzrostu gospodarczego i siły polskiego eksportu, szczególnie usług, pozwoliła zmniejszyć różnicę między aktywami nierezydentów w Polsce a aktywami polskich rezydentów za granicą poniżej poziomów alarmowych (35%).

W debacie publicznej krytyka walki na siłę z polskimi nierównościami często koncentruje się na uzasadnionych wątpliwościach co do umiejętności i czystych intencji centralnego planisty. Spadek motywacji, etosu pracy, motywacji jest trudniejszy do ujęcia w liczby, ale oznaczałby erozję kapitału społecznego, który przez ostatnie dwie dekady lepiej tłumaczył polski sukces gospodarczy niż nakłady brutto na środki trwałe. Biedni w bogatym kraju mogą być zamożniejsi niż klasa średnia w kraju biednym. Spragnionych praktycznego potwierdzenia tego fenomenu zapraszam do przestudiowania przypadku Argentyny.

Czas nadwyżki na rachunku obrotów bieżących kończy się w związku z przegrzaniem gospodarki i koniecznością czyrosnącą opłacalnością importu częściowo wskutek zakupów uzbrojenia, a także wskutek nagromadzonego zasobu zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce, które wprawdzie stanowią bardzo stabilny sposób finansowania nierównowagi i zabezpieczają polską gospodarkę przed atakami spekulacyjnymi, ale obciążone są istotnie wyższym kosztem finansowania niż inwestycje portfelowe, szczególnie skierowane na rynek polskich obligacji skarbowych. Dochody nierezydentów z akcji i długów polskich spółek-córek drenują rosnącą część wyników firm.

W okresie gwałtownego wzrostu cen producenta, tj. do końca 2022 roku, a częściowo także w roku 2023, powyższy czynnik był widoczny nie tylko w wysokich zyskach firm i dochodach nierezydentów, ale też w dużych napływach środków reinwestowanych z zysków. Moim zdaniem ten efekt błędnie interpretowano jako wysoką ocenę polskich perspektyw gospodarczych przez inwestorów zagranicznych. Wysokie zyski w tym okresie były efektem księgowym, skutkiem inflacji. Skutkiem tej samej inflacji było rosnące zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, nawet przekraczające zyski netto.



Na zasadzie odwrotności powyższego obecny okres niskiej inflacji cen producenta wiąże się z niskimi zyskami firm, ale też ze spadkiem zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Z perspektywy zagranicznych właścicieli polskich spółek-córek to czas na wyjęcie tych środków, które trzeba było wpompować w kontynuację polskiego biznesu w okresie wzrostu cen. Ten efekt pogłębia i prawdopodobnie także w 2025 roku będzie pogłębiał deficyt na rachunku obrotów bieżących.

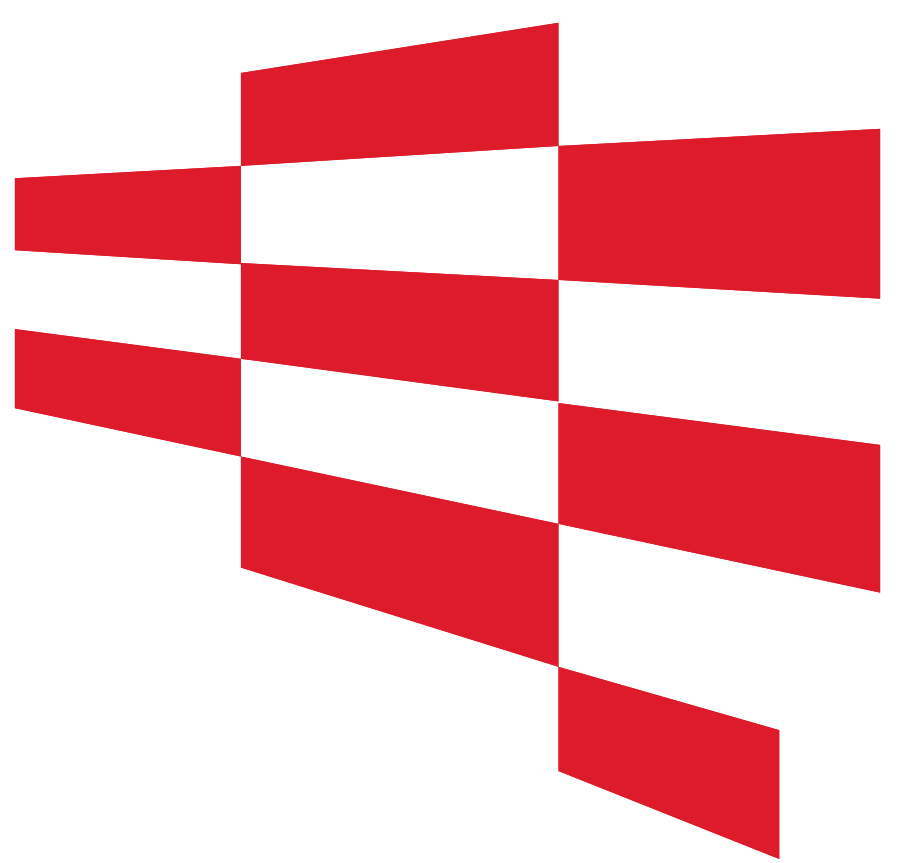
Oczekuję deficytu na rachunku obrotów bieżących w skali 1,2% (konsensus 0,6%). Oznacza to, że nierównowaga zewnętrzna rozumiana jako ujemna pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB nie będzie istotnie narastać, bo wzrost PKB (mianownika) będzie równie szybki jak wzrost licznika.

Oznacza to jednak, że materializacja poważniejszego spowolnienia gospodarczego wskutek przegrzania koniunktury, potocznie: życie na zagraniczny kredyt, może szybko zwiększyć percepcję ryzyka polskiej gospodarki, szczególnie gdyby w otoczeniu zagranicznym narosła awersja do ryzyka.

2025 Pracodawcy

Prognoza

2024 mediana	2024 Pracodawcy	2025 mediana	2025 Pracodawcy	
2,8	2,7	3,6	2,7	PKB, proc., w cenach stałych, r/r
1,1	2,1	8,0	10,0	Inwestycje (wg RN), proc., r/r
3,0	3,0	3,2	2,0	Konsumpcja (wg RN), proc., r/r
0,0	0,1	-0,6	-1,2	Saldo obrotów bieżących, proc. PKB
3,7	3,7	4,5	3,7	CPI, proc., r/r, średniorocznie
4,3	4,4	3,9	3,8	CPI bez cen energii i żywności (inflacja bazowa), proc., r/r, średniorocznie
11,3	11,1	8,5	7,5	Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, proc. r/r, średniorocznie
13,6	13,4	8,0	7,0	Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej, proc. r/r, średniorocznie
-0,3	-0,3	0,0	-0,5	Liczba pracujących wg. BAEL, proc. rok do roku
5,1	5,0	5,0	5,0	Stopa bezrobocia rejestrowanego, proc., na koniec roku, w proc.
-5,8	-5,7	-5,6	-5,6	Saldo sektora finansów publ. (wg. ESA 2010), proc. PKB, na koniec roku
54,9	54,5	59,5	59,9	Dług publiczny (wg. ESA 2010), proc. PKB, na koniec roku
5,75	5,75	5,00	5,00	Stopa referencyjna NBP, proc., na koniec roku
4,31	4,31	4,32	4,25	EUR/PLN, średnio
3,98	3,97	4,03	4,00	USD/PLN, średnio
4,27	4,27	4,31	4,35	EUR/PLN, na koniec roku
4,06	4,10	4,02	4,10	USD/PLN, na koniec roku
2208	2200	2400	2300	WIG 20, pkt na koniec roku
5,80	5,85	5,13	5,50	Rentowność 10-letnich obligacji skarbu państwa na koniec roku, proc.



Prognozy gospodarcze **na 2025 rok**

Kamil Sobolewski

główny ekonomista Pracodawcy RP

