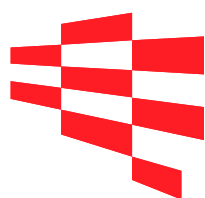




PRACODAWCY RP

Aktualizacja prognoz gospodarczych dla Polski na 2025 rok

Kamil Sobolewski,
główny ekonomista Pracodawców RP,
9 czerwca 2025



PRACODAWCY RP



Po wstępnych danych o inflacji i PMI w maju oraz tempie wzrostu i strukturze PKB w pierwszym kwartale 2025 roku uzasadniony wydaje się przegląd perspektyw dla polskiej gospodarki.

Punktem wyjścia jest prognoza sporządzona 31.12.2024, którą załączam na końcu materiału.

Ta prognoza znacząco odbiegała od konsensusu rynkowego. Omówię kolejno kluczowe tematy.



Po wstępnych danych o inflacji i PMI w maju oraz tempie wzrostu i strukturze PKB w pierwszym kwartale 2025 roku uzasadniony wydaje się przegląd perspektyw dla polskiej gospodarki.

Punktem wyjścia jest prognoza sporządzona 31.12.2024, którą załączam na końcu materiału. Ta prognoza znacząco odbiegała od konsensusu rynkowego. Omówię kolejno kluczowe tematy.

O1 Inflacja, płace, rynek pracy

a) Punkt wyjścia

Moja prognoza średniorocznej inflacji CPI na poziomie 3,7% była najniższa w gronie prognoz 17 ośrodków. Inne ośrodki szacowały inflację na poziomie 3,9-5,2%, mediana prognoz wynosiła 4,5%.

b) Jak rozwinęła się sytuacja?

W pierwszym kwartale inflacja wyniosła 4,9%, znacznie poniżej konsensusu prognoz. W kwietniu i maju spadła do odpowiednio 4,3% i 4,1%, głównie za sprawą efektu bazy (przywrócenie VAT na żywność w kwietniu 2024 „wypadło” z 12-miesięcznego okna obserwacji). Zagregowana inflacja od początku 2025 do maja wynosi 1,7% i zawiera w sobie efekt podwyżki akcyzy na papierosy. Inflacja porusza się niższą ścieżką, niż powszechnie oczekiwano.

Obserwowaną niską inflację wspiera jednocyfrowy wzrost płac już w pierwszym kwartale. Za niską trajektorią płac podąża spowolnienie wzrostu cen usług. Niespodzianki płacowe (niski wzrost płac w marcu, wysoki w kwietniu) mają prawdopodobnie związek z kalendarzem (Wielkanoc w 2025 roku przypadła w drugiej połowie kwietnia, rok temu w marcu) i uśredniają się do 8,5% względem 2024.

Od początku 2025 bezrobocie rejestrowane utrzymuje się powyżej stanu sprzed 12 miesięcy.¹ W latach 2022-24 zdarzył się tylko jeden taki miesiąc: listopad 2024. Rynek pracy chłodzi się mimo ujemnego wpływu demografii i restrykcyjnej polityki imigracyjnej. Podobne wnioski płyną z BAEL: w pierwszym kwartale 2025 było o 94 tys. mniej osób aktywnych zawodowo niż rok wcześniej, oraz 134 tys. osób pracujących mniej niż rok wcześniej.

c) Co dalej w tym roku

Przewiduję kontynuację niskiej ścieżki inflacji po wyłączeniu efektów jednorazowych. W czerwcu spodziewam się stabilizacji rocznego wskaźnika w okolicy 4,2%. W lipcu czeka nas kolejny spadek rocznego wskaźnika inflacji za sprawą 2 czynników:

- efektów bazy: z 12-miesięcznego okna obserwacji znikną podwyżki cen energii el. z lipca 2024,
- obniżki taryfy detalicznej na gaz o 14,8% (ogłoszenie URE).

¹ <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rynek-pracy/bezrobocie-rejestrowane/liczba-bezrobotnych-zarejestrowanych-w-latach-1990-2025,6,1.html>

W drugiej połowie roku prawdopodobnie nie dojdzie do podwyżek taryfy energii el. dla gospodarstw domowych, bo hurtowe ceny prądu nie uzasadniają takiej potrzeby a MKiŚ zapowiada w razie potrzeby działania osłonowe.² W tym roku nie będzie drugiej podwyżki płacy minimalnej od połowy roku, z jaką mieliśmy do czynienia w roku 2024.

Grupą, która notuje w tym roku wysoki przyrost dochodu do dyspozycji są osoby z niepełnościami uprawnione do świadczeń wspierających. Ze względu na wysoką skłonność do konsumpcji w tej grupie i wypłatę skumulowanych świadczeń za wsteczne okresy, może to wpływać na dynamikę obserwowaną podwyższoną dynamikę konsumpcji.³

d) Aktualna prognoza

Inflację w kolejnych kwartałach 2025 roku prognozuję na odpowiednio 4,9%, 4,2%, 3% i 3%. Ryzyko od takiej ścieżki widzę raczej w dół i podtrzymuję prognozę średniorocznego wzrostu cen konsumenckich w tym roku o 3,7%. Ta prognoza jest aktualnie bliska konsensusu.

02 Realny wzrost PKB oraz perspektywa fiskalna, monetarna, płatnicza

a) Punkt wyjścia

Moja prognoza wzrostu realnego PKB w 2025 na poziomie 2,7% była, podobnie jak w przypadku inflacji, najniższa w gronie prognoz 17 ośrodków. Inne ośrodki szacowały wzrost na poziomie 3,2-4,3%, mediana prognoz wynosiła 3,6%.

b) Jak rozwinęła się sytuacja?

Według wstępnych danych, które mogą jeszcze podlegać rewizji, realny wzrost PKB wyniósł w pierwszym kwartale 2025 3,2% względem pierwszego kwartału 2024. Był to odczyt wyraźnie poniżej konsensusu z początku roku, ale zgodny z konsensusem prognoz bezpośrednio sprzed publikacji: publikacja miała miejsce w maju, kiedy znaliśmy już słabe dane miesięczne z pierwszego kwartału.

Struktura wzrostu w pierwszym kwartale okazała się zgodna z moimi kluczowymi oczekiwaniami:

- spożycie prywatne wzrosło wyraźnie poniżej konsensusu o 2,5%, moja prognoza wzrostu konsumpcji prywatnej na cały rok 2025 z początku roku wynosiła 2,0% względem konsensusu prognoz 3,2% i finalnego odczytu za 2024 3,1%, widzimy wyraźny spadek dynamiki konsumpcji wbrew konsensusowi,

² <https://www.pap.pl/aktualnosci/hennig-kloska-decyzja-o-dalszym-zamrazaniu-cen-pradu-po-analizie-nowych-taryf>

³ <https://niepelnosprawni.pl/informacje/swiadczenie-wspierajace-otrzymuje-juz-ponad-120-tys-osob>

<https://www.pulshr.pl/wynagrodzenia/4-czerwca-ruszaja-wypłaty-4134-zł-bez-względu-na-dochód-przelewowy-co-miesiac,112429.html>

- inwestycje (nakłady brutto na środki trwałe) wzrosły wyraźnie powyżej konsensusu o 6,7%, przy czym inwestycje są w fazie przyspieszania z 1,3% średnio w 2024 do 8% zdaniem konsensusu lub 10% moim zdaniem w 2025. Potwierdza się też oczekiwana przeze mnie siła napędowa wzrostu inwestycji: inne dane sugerują spadek inwestycji przedsiębiorstw, więc inwestycje napędza prawdopodobnie sektor publiczny, wydatki infrastrukturalne lub obronne pod kontrolą rządu, których świadomość mogła być przyczyną optymistycznych prognoz rządu na 2025 rok,
- od lutego 2025 pojawił się deficyt za ostatnie 12 miesięcy na rachunku bieżącym, co oznacza „wyciekanie” popytu wewnętrznego za granicę bez pożądanego wpływu na wzrost produkcji, PKB.⁴ Na koniec marca deficyt ten wynosił już 0,4% PKB.

Częściowo odczyt był niezgodny z moimi oczekiwaniami:

- 0,4 punktu procentowego do wzrostu PKB dodało spożycie publiczne. Spożycie publiczne w skali całego roku ma ulec realnej stagnacji (spadek udziału w PKB i wzrost realnego PKB mają zerowy efekt netto), więc to efekt jednorazowy do możliwego odwrócenia do końca roku,
- wbrew moim oczekiwaniom firmy zwiększyły zapasy, kontrybucja tego zjawiska do wzrostu PKB w pierwszym kwartale 2025 była wysoka, wyniosła +1,5 pkt. proc. Kontynuacja tej tendencji byłaby sposobem na zaprzeczenie mojej prognozie niskiego wzrostu, otwartym pozostaje pytanie o kształtowanie zapasów firm w dalszej części roku, co ma związek ze skalą oczekiwanego popytu, perspektywą wzrostu też w kolejnych okresach.

b) Co dalej w tym roku?

Rozstrzał prognoz na ten rok jest duży. Podwyższona niepewność nie jest wynikiem błędów analiz, ale nieprzewidywalności zachowania sektora prywatnego w trudnym otoczeniu wojny, sankcji, słabości koniunktury w Niemczech:

- zachowania konsumentów: czy będą dalej oszczędzać część realnego przyrostu dochodów (mój pogląd) czy zwiększą udział wydatków w dochodzie lub wręcz zaczną zużywać oszczędności,
- firm: czy zdecydują się gromadzić zapasy surowców, produkcji w toku i wyrobów gotowych, licząc na ożywienie popytu (spodziewam się, że nie), w jakim stopniu zdecydują się zwiększyć inwestycje (mój ponadprzeciętny inwestycyjny optymizm opierał się na inwestycjach publicznych nie prywatnych).

Istotny czynnik niepewności „zdejął” NBP, rozpoczynając cykl łagodzenia polityki pieniężnej. To ważne dla perspektyw wzrostu nawet w tym roku, bo skutkowało osłabieniem złotego, spadkiem konkurencji zagranicznych produktów na naszym rynku i wzrostem atrakcyjności naszych produktów na rynkach eksportowych. Alternatywny scenariusz wiązałby się z prostagnacyjnym dryfem EURPLN w kierunku⁴.

Napływające dane wyższej częstotliwości i zagraniczne wskazują wprawdzie pozytywne niespodzianki, ale najczęściej względem pesymistycznych oczekiwań, jak w przypadku produkcji przemysłowej w Polsce czy PKB w Niemczech.

⁴ <https://static.nbp.pl/dane/bilans-platniczy/bilansplatniczy.pdf>

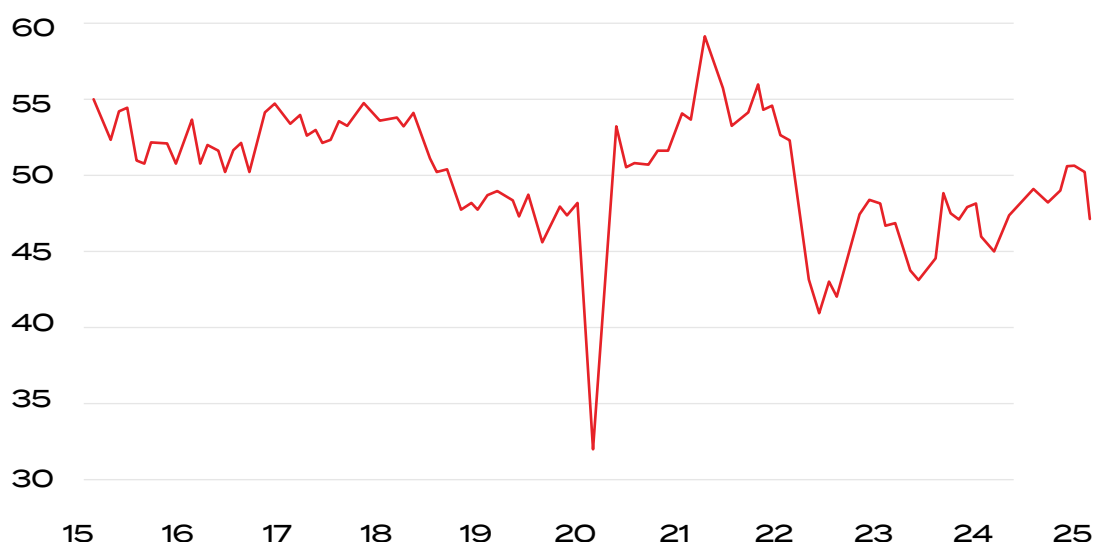
⁵ https://ssgk.stat.gov.pl/Rynek_wewnetrzny.html

Na tym tle pozytywnie wyróżnia się sprzedaż detaliczna, która urosła w kwietniu nominalnie o 7,6% względem kwietnia zeszłego roku.⁵ W pesymistycznym wariancie może to być efekt jednorazowy, wielkanocnego kalendarza lub wypłaty skumulowanych świadczeń wspierających osobom z niepełnosprawnościami. W optymistycznym wariancie to sygnał zmiany preferencji konsumentów, na co wskazują analitycy PKO BP we wpisach o wzroście także wydatków na usługi, także w maju, na bazie danych o transakcjach kartami.

W otoczeniu innych wskaźników wyprzedzających koniunktury i nastrojów, które nie rokują istotnych zmian, gwałtownym pogorszeniem wyróżnia się PMI,⁶ który za maj 2025 spadł najwięcej od czerwca 2022, kiedy poważnym szokiem był wybuch wojny. To jak dotąd najsilniejszy sygnał za „moim” scenariuszem zwalniania, a nie przyspieszania polskiego wzrostu gospodarczego w dalszej części roku. Głównym motorem spadku wskaźnika jest znaczny spadek nowych zamówień, na który firmy zgodnie z ankietą reagują spadkiem zakupów, zapasów i zatrudnienia. Znaczny spadek polskiego indeksu jest nietypowy na tle regionu i Europy Zachodniej.

S&P Global Poland Manufacturing PMI

INDEX, SA, >50 = IMPROVEMENT M/M



DATA WERE COLLECTED 12-23 MAY 2025
SOURCE: S&P GLOBAL PMO. 2025 S&P GLOBAL.

Stawiam tezę, że konsensusowy optymizm co do inflacji i wzrostu PKB w tym roku napędzony został nadmiernie optymistycznymi prognozami wzrostu w Niemczech oraz nadmiernie optymistycznymi prognozami Ministerstwa Finansów i NBP na temat polskiej gospodarki i podlega zbyt powolnej rewizji wobec pojawiających się danych i wydarzeń. Budowa optymizmu firm i gospodarstw domowych przez formułowanie optymistycznych prognoz jest dość efektywnym narzędziem pobudzania koniunktury, ale może też oznaczać ryzyko, np.: przeinwestowania w sytuacji, gdy trudno będzie z przyszłych wpływów pokryć raty zaciągniętego finansowania. Poświęćmy chwilę uwagi prognozom każdego z tych ośrodków.

⁶ <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/PressRelease/c4c6ec74c5f34d088598bd815f4d8e1d>

d) Perspektywa Ministerstwa Finansów i polityka fiskalna

W ustawie budżetowej na 2025 rok zakładano realny wzrost PKB o 3,9% przy wzroście średniorocznego zatrudnienia o 0,4% oraz 5% inflacji.⁷ To stanowiło punkt odniesienia dla innych ośrodków przy przygotowaniu prognoz na bieżący rok.

Liczba pracujących wg BAEL w pierwszym kwartale 2025 skurczyła się o 0,8% względem pierwszego kwartału 2024 i o 1,1% względem czwartego kwartału 2024.⁸ BAEL nie w pełni odzwierciedla zatrudnienie zmieniające PKB (uwzględnia nawet osoby pracujące kilka godzin miesięcznie bez wynagrodzenia, np.: w rodzinnych gospodarstwach rolnych) ale odczyt jest to spójny z zakładanym przeze mnie spadkiem średniorocznego zatrudnienia o 0,5% zamiast oczekiwanego przez MF wzrostu i ewidentnie wpływa na produkt przy danej wydajności pracy.

W „wieloletnich założeniach makroekonomicznych na lata 2025-29” opublikowanych 29 kwietnia br.⁹ przyjęto niższy wzrost PKB, o 3,7% zastrzegając, że „istotnym czynnikiem wzrostu pozostanie spożycie prywatne, które osiągnie wyższą dynamikę niż w poprzednim roku.” Spożycie w sektorze gospodarstw domowych wzrosło w 2024 roku o 3,1%. W danych za pierwszy kwartał 2025 roku GUS podał wzrost spożycia prywatnego w wysokości 2,5%, bliżej mojej prognozy na cały rok w wysokości 2%.

Wygląda na to, że MF rewiduje swoje prognozy w kierunku mojej prognozy ale w nieznacznym stopniu jak na napływające dane z gospodarki. Tezę o zbyt powolnym wycofywaniu się z nadmiernie optymistycznych prognoz wspiera sytuacja na froncie inflacyjnym, gdzie niepewność jest dużo mniejsza niż w przypadku wzrostu, perspektywa inflacji średniorocznej w tym roku blisko lub poniżej 4% jest niemal pewna, zaś ustawa budżetowa zakładała 5% wzrost cen konsumenckich w 2025 roku, a 29.04 MF ujął w założeniach wieloletnich 4,5% prognozowanej inflacji w 2025 roku.

Wysoka prognoza wzrostu i inflacji jest optymistyczna z perspektywy budżetu, gdyż ma 2 efekty: podnosi prognozowane wpływy szybciej niż prognozowane wydatki oraz „rozwadnia” narastający dług w wyższym nominalnym PKB. Warto wspomnieć skali tych dwóch zjawisk, jeśli materializować miałyby się oczekiwany przeze mnie niższy wzrost cen i PKB.

Efekt 1. PKB niższy o 2 p.p. niż założono w ustawie budżetowej (to suma wzrostu niższego o 1 p.p. i deflatora, mniej zaskakującego niż inflacja CPI, niższego, założmy, o 1 p.p.) generuje niższe dochody, głównie wpływy z VAT, podatków dochodowych i składek, które rzutują na potrzebę dopłat do FUS czy NFZ. Spadek dochodów jest rzędu 10-15 mld zł, częściowo amortyzują go niższe koszty budżetu, np.: niższe koszty finansowania zadłużenia w nowych emisjach skarbowych papierów wartościowych i w starych emisjach obligacji opartych o WIBOR (tzw. WZ-tki). Efekt netto jest rzędu 5-10 mld zł.

Efekt 2. PKB mniejszy o 2%, aby osiągnąć założony wskaźnik długu do PKB, wymusza spadek długu względem założeń również o 2%. Dług zbliża się do 60% PKB, 2% z tego to 1,2% PKB, czyli efekt braku miejsca na wzrost zadłużenia jest rzędu 45 mld zł, co stanowi 90% łącznego wpływu ewentualnej „niespodzianki” w skali 50 mld zł (uwzględniając niepewność łączna skala to 1-1,5% PKB).

⁷ <https://www.gov.pl/web/finanse/sejm-przyjal-ustawe-budzetowa-na-2025-rok>

⁸ <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rynek-pracy/pracujacy-bezrobotni-bierni-zawodowo-wg-bael/pracujacy-bezrobotni-i-bierni-zawodowo-wyniki-wstepne-bael-1-kwartal-2025-r-,12,64.html>

⁹ <https://www.gov.pl/web/premier/wieloletnie-zalozenia-makroekonomiczne-na-lata-2025-20210>

Sugeruje to narastający problem w finansach publicznych, w bardzo niekorzystnym kontekście:

- międzynarodowym, gdy w USA rosną długoterminowe realne stopy procentowe, grożąc globalną opresją na dłużników zmuszonych rolować stare długi,
- krajowym, gdzie polityka fiskalna ma silne przełożenie na nastroje społeczne i wybory polityczne.

Szybszy wzrost jest tutaj najlepszym ratunkiem, ale on musi się zmaterializować w gospodarce, m.in. za sprawą pro-gospodarczej i pro-wzrostowej polityki gospodarczej.

Urzędowy optymizm zawarty jest także w prognozach MF na kolejne lata: wzrost PKB do 2027 roku ma przekraczać 3%, a do 2029 roku 2,5%, wynagrodzenia mają rosnąć szybciej niż suma inflacji i wzrostu wydajności pracy, a inflacja ma spadać znacznie wolniej niż obserwujemy. Takie założenia to „blue sky scenario” czyli scenariusz możliwy, ale wymagający bardzo optymistycznych zbiegów okoliczności w otoczeniu międzynarodowym oraz bardzo probiznesowej agendy w lokalnej polityce gospodarczej, podczas gdy zapowiadają się zarówno szoki w otoczeniu, jak i niepełna sprawczość rządu w polskiej polityce.

Wynikająca z „założeń” przyszła trajektoria fiskalna nie tylko ma ryzyko być trudniejsza o wspomniane kwoty. Ona nie jest wynikiem kalkulacji opartej o wspomniane zbyt optymistyczne założenia makro, obecnie obowiązujące prawo, kontekst demograficzny czy plany migracyjne, ona jest po prostu założeniem, wymagającym dostosowań polityczno-fiskalnych nawet, jeśli inflacja i wzrost nie zaskoczą w dół.

Sam efekt zaskoczenia na wskaźnikach makro, szacowany na 50 mld zł, to ekwiwalent cięcia 800+ dla 80% lepiej sytuowanych beneficjentów. Oczywiście to nie postulat, tylko przykład skali potrzebnych wyrzeczeń, by zasypać taką „dziurę.” Jeśli w kolejnych latach skala nominalnego wzrostu PKB byłaby także zawyżona, choćby o 1 p.p., to dodatkowe zacieśnienie fiskalne, ponad wcześniej planowane w wieloletnich założeniach, musiałoby wynosić 50, 75 i 100 mld zł odpowiednio w latach 2025-27.

Przy Prezydencie, który zadeklarował już brak poparcia dla podwyżek jakichkolwiek podatków, czekają nas ciekawe czasy.

e) Perspektywa NBP i polityka monetarna

NBP publikuje projekcję, która różni się od prognozy, zawiera wynik modelu makroekonomicznego przy założeniach, m.in. stabilnych stóp procentowych, a już wiemy, że stopy procentowe w tym roku wyraźnie spadają, co powinno oznaczać wyższą inflację i wyższy wzrost niż z projekcji.

Poprzednia projekcja inflacji z listopada 2024, która współkształtowała konsensus prognoz na 2025, zakładała wzrost realnego PKB w 2025 roku o 3,4-3,5%, a cen konsumenckich o 4,3-5,6% w zależności od scenariusza cen nośników energii. Tymczasem ostatnia projekcja opublikowana przez NBP 14 marca br. (przed obniżkami stóp) wskazywała na tegoroczną inflację konsumencką 4,9% i tegoroczny wzrost realnego PKB o 3,7%.

⁶ <https://www.gov.pl/web/premier/wieloletnie-zalozenia-makroekonomiczne-na-lata-2025-20210>

Zakładano zatem nawet szybszy wzrost przy inflacji zbliżonej do środka uprzednio publikowanego przedziału. Ta projekcja nie uzasadniała obniżki stóp, a mimo to zapowiedziano ją już w pierwszym tygodniu kwietnia a doszło do niej w maju, co wskazuje na silną rewizję oczekiwań NBP w ciągu niecałego miesiąca. Trudno nie skojarzyć tej zmiany z agresywną polityką celną ogłaszaną w tym czasie przez D. Trumpa, która jest przynajmniej krótkoterminowo proinflacyjna dla USA, ale prodeflacyjna dla reszty świata.

Mimo cięcia stóp spodziewam się rewizji w dół inflacji oraz wzrostu w lipcowej projekcji oraz kontynuacji obniżek, przy czym uwzględniając retorykę NBP obniżki mogą być w tym roku zbyt wolne, wobec kończenia cyklu obniżek w strefie euro może nas czekać jeszcze tylko jedna obniżka do 5%. Jeśli mam rację co do scenariusza inflacji i wzrostu w tym roku, cykl obniżek będzie kontynuowany po rozpoznaniu słabości gospodarki. Kontrakty FRA wyceniają spadek stopy referencyjnej na koniec 2026 roku do około 3,75%.



f) Aktualna prognoza

Podtrzymuję prognozę tegorocznego wzrostu realnego PKB w wysokości 2,7%. Pokora wobec ośrodków analitycznych wyposażonych w wieloosobowe zespoły analityczne, lepszy dostęp do danych i solidny warsztat ekonometryczny zmusza mnie do uprzedzenia Czytelników, że prawdopodobnie robię jakiś istotny błąd prognozując tegoroczny wzrost gospodarczy.

Słoność do konsumpcji, optymizm w gromadzeniu zapasów, większa niż oceniłem wolna moc produkcyjna w gospodarce skutkująca mniejszym pogorszeniem salda wymiany międzynarodowej – to przykładowe miejsca, gdzie mogą tkwić moje błędy. Ważnym obrońcą moich ostrożnych prognoz wzrostu są sankcje celne. I o tym ostatni fragment.

g) Sankcje i zaspokajanie potrzeb publicznych importem a dane o bilansie płatniczym

Inwestycje w Polsce podbiły zakupy publiczne, prawdopodobnie zakupy uzbrojenia. 6,7% wzrostu inwestycji to nadal mało, patrząc na wydatki obronne czy prognozę inwestycji, zarówno konsensusu (8%), jak i moją (10%). Problem w tym, że inwestycje z importu to potencjalnie „puste kalorie” dla wzrostu: co dodadzą do PKB we wzroście inwestycji, to odejmą od wzrostu PKB we wzroście importu. Wg danych NBP o handlu zagranicznym import w marcu zawierał anomalię: był wyższy niż rok wcześniej o ponad 10%, wyniósł 33,5 mld EUR vs 29,7 mld EUR rok wcześniej i średnio 30,6 mld EUR w poprzednich 12 miesiącach. W całej historii znalazłem tylko jeden miesiąc z wyższym importem (październik 2024). To zdaje się wspierać tezę o „wyciekaniu” popytu wewnętrznego, szczególnie w zakresie publicznych wydatków na obronność.

Teraz kwestia sankcji. Eksport w marcu był sezonowo wysoki, podobnie jak w poprzednich latach, dodatkowo wzmacniać go mogły wyprzedzające dostawy do USA, w oczekiwaniu na szybkie wprowadzenie sankcji, o których mamy twarde dane z innych krajów (import korporacji takich jak Apple czy Nintendo w końcówce marca) oraz anegdotyczne relacje z Polski, gdzie mogło to dotyczyć surowców, mebli, maszyn czy narzędzi.

Jeśli hipoteza o przyspieszeniu eksportu do USA w marcu jest prawdziwa, to eksport w kolejnych miesiącach wróci do normy, ale dodatkowo będzie musiał „poczekać” na sprzedaż zakumulowanych w USA zapasów. Taki „frontloading” dostaw do USA w skali np.: 0,4 mld EUR oznaczałby 0,2% kontrybucji do obserwowanego wzrostu w pierwszym kwartale. Możliwe zatem, że sankcje w pierwszym kwartale sztucznie podbiły PKB, który bez tego efektu rósłby wolniej, o ok. 3%, a teraz nadchodzi dalszy efekt: spadek zamówień z USA i od dostawców do USA, a dodatkowo odroczenie zakupów o czas do wykorzystania wcześniejszych dostaw. To uzasadniałoby spadek PMI i nowych zamówień raportowany za maj. Czy możliwe, że odczuła to na razie w regionie tylko Polska?



03 Jak pobudzić wzrost gospodarczy szczególnie po stronie podaży

Chciałbym się mylić co do słabego wzrostu w tym roku, ze względu na konsekwencje fiskalne, wpływ na dobrobyt społeczny i wzrost populizmu. Mocne hamowanie wzrostu to groźba więcej niż cykliczna, ryzyko strukturalnej zmiany podobnej jak w Hiszpanii od 2008 roku, zakończenia dobrej passy polskiej gospodarki, która trwa ponad 20 lat. Wzrost powinien się opierać o inwestycje, które nie tylko tworzą natychmiastowy impuls popytowy, jak konsumpcja, ale budują przyszły potencjał wytwórczy, podnoszą podaż w dalszej perspektywie.

Na koniec proponuję sposoby na pobudzenie wzrostu gospodarczego nie tylko od strony podaży, przy tym na tyle szybkie i przyjazne społecznie, by stanowić atrakcyjną dla klasy politycznej agendę polityki gospodarczej w najbliższych miesiącach.

a) Prorozwojowy podatek Belki

Wprowadzenie zwolnienia z części lub całości podatku dla oszczędności, które potrwiają jeszcze co najmniej 3 lata, byłoby sposobem na zmianę struktury oszczędności promującej podejmowanie ryzyka i finansowanie firm kapitałem własnym. Np.: spadek opodatkowania z 19% do 15% po 3 latach, 10% po 6 latach, 5% po 9 latach i 0% po 12 latach tworzyłby impuls do oszczędzania bezpośrednio w akcjach i funduszach. To analogia do podatku od wzrostu wartości nieruchomości, z którego zwalnia 5-letni okres własności. Nie widzę przeciwwskazań do ujednolicenia reguł dla betonu, akcji i funduszy, z zerowym wpływem na dochody budżetu.

b) Prorozwojowy podatek bankowy

Dziś podatek bankowy podnosi marżę kredytową o 44 punkty bazowe. Nowa konstrukcja podatku mogłaby wyeliminować lub wręcz odwrócić wpływ podatku na marże kredytowe. Podniosłoby to szanse na realizację projektów inwestycyjnych w przemyśle i tradycyjnych branżach, jak energetyka, gdzie nie ma wysokich stóp zwrotu z projektów inwestycyjnych i niższy realny koszt długu o 88 p.b. może przesądzać o zasadności podjęcia inaczej niezasadnych projektów inwestycyjnych.

c) Zamówienia publiczne na długie okresy w przyszłości

Składanie zamówień w energetyce czy obronności może być motorem prywatnych inwestycji długo zanim popłyną pierwsze dostawy i płatności. Wystarczy złożenie zamówień na przyszłość już teraz. Wiarygodne zapewnienie zapłaty w przyszłości za przyszłe dostawy mobilizuje inwestycje w rozwój produktów i rozbudowę mocy produkcyjnych pod przyszłe dostawy. Pieniądze pochodzą ze środków własnych przedsiębiorstw oraz kredytów, o ile zapewnienie jest wiarygodne, „bankowalne.”

d) Pobudzenie budownictwa mieszkaniowego

W tym przypadku odwołuję się do raportu „Jak zaspokoić potrzeby mieszkaniowe Polaków.”¹⁰ Wydaje się, że niezwłoczne uwolnienie gruntów z możliwością natychmiastowej zabudowy, najlepiej w ilościach rzędu kilkuset hektarów na każde duże miasto, nawet z wykorzystaniem specustawy, oraz prowadzenie kredytów o stałej stopie na cały okres finansowania, to proste w wykonaniu kroki znacząco podnoszące aktywność gospodarczą i adresujące kluczową społeczną potrzebę.

ZAŁĄCZNIK HISTORYCZNY:

Prognozy gospodarcze na 2025 rok

Kamil Sobolewski

Główny ekonomista, Pracodawcy RP

Warszawa, 31.12.2024

Executive summary

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 r.

Główną różnicą w mojej prognozie względem innych ośrodków analitycznych jest mniejszy wzrost konsumpcji. Nie widzę podstaw do przyspieszenia konsumpcji gdy załamuje się bardzo wysoka dynamika zarówno płacowych jak i pozapłacowych dochodów ludności z 2024 roku.

Mam wyższą niż konsensus prognozę inwestycji. Likwidacja luki w inwestycjach względem podobnych krajów regionu, tj. Czech, Węgier czy Rumunii wymagałaby trwałego realnego wzrostu inwestycji o 50%. Oczekiwana przeze mnie 10% dynamika inwestycji w szczycie wykorzystania KPO to nie jest scenariusz optymistyczny 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.

¹⁰ <https://pracodawcyrp.pl/storage/app/media/RAPORTY/Jak%20zaspokoi%C4%87%20potrzeby%20mieszkaniowe%20Polak%C3%B3w%20-%20raport.pdf>

	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. R/R	-0,3	-0,3	0,0	-0,5
STOPA BEZROBOCIA REJESTROWANEGO, PROC., NA KONIEC ROKU	5,1	5,0	5,0	5,0
SALDO SEKTORA FINANSÓW PUBL. (WG ESA 2010), PROC. PKB, NA KONIEC ROKU	-5,8	-5,7	-5,6	-5,6
DŁUG PUBLICZNY (WG ESA 2010), PROC. PKB, NA KONIEC ROKU	54,9	54,5	59,5	59,9
STOPA REFERENCYJNA NBP, PROC., NA KONIEC ROKU	5,75	5,75	5,0	5,0
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
WIG 20, PKT NA KONIEC ROKU	2208	2200	2400	2300
RENTOWNOŚĆ 10-LETNICH OBLIGACJI SKARBU PAŃSTWA NA KONIEC ROKU, PROC.	5,80	5,85	5,31	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 2025 Roku życzę nam wszystkim dużo szczęścia, by wiatr geopolityki nas głaskał 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 (%)						
	H1 2024	H2 2024	ŚR. 2024	H1 2025	H2 2025	ŚR. 2025	RÓŻNICA
PŁACA MINIMALNA	20,5	19,4	20,0	10,0	8,5	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 I 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-tej emerytury (nadł 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%)¹¹ 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 rzędu 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 p.p., 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 4 kwartale.

Moja niższa od konsensusu prognoza inflacji zakłada brak istotnych szoków podażyowych 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.

¹¹ pierwsza liczba to moja prognoza, liczba w nawiasie to konsensus ekonomistów z badania dla money.pl

Jeśli rację ma konsensus i czeka nas przyspieszenie wzrostu, także inflacja będzie wtedy wyżej, więc w tym scenariuszu obecny poziom stóp NBP jest adekwatny do stanu gospodarki i stopy prawdopodobnie pozostaną niezmienione 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-tych XX w. 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. 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.

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 r. wyższego niż w 2024 r.

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 rodzinne 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 zmieniają się.

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 w oparciu o dostępne zasoby i efektywność ich wykorzystania, a nie w oparciu o wzrost popytu szybszy 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 końcówce 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 realizacji w oparciu o dostawy krajowe 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, 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.

Z drugiej strony 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.

5. Zapasy

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 rzędu 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 p.p., 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 4 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.

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 wiedziona 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 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 wiek 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 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 Onas 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. 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.

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%).

Czas nadwyżki na rachunku obrotów bieżących kończy się w związku z przegrzaniem gospodarki i koniecznością czy rosnącą opłacalnością importu, częściowo wskutek zakupów uzbrojenia, a także wskutek nagromadzonego zasobu zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce, które wprowadzie stanowią bardzo stabilny sposób finansowania nierównowagi i zabezpieczają polską gospodarkę przed atakami spekulacyjnymi, ale jednak 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.





PRACODAWCY RP