



Monitoring Makroekonomiczny

Numer wydania: 9/2025

Warszawa, grudzień 2025 r.



Tańsza czekolada na święta?

Zespół redakcyjny

Redaktor naczelny:

Bartosz Przywara

Autorzy tekstów:

Adam Wałach

Bartosz Przywara

Jakub Pajdowski

Maciej Wrona

Mateusz Cieśliński

Michał Krześniak

Olga Zawada

Paweł Zaleśny

Szymon Pieśniak

Viktoria Bendas

Korekty:

Adam Wałach

Bartosz Przywara

Hubert Marczuk

Michał Krześniak

Paweł Grzyb

Nasz opiekun

Opiekun naukowy SKN FM

Prof. dr hab. Cezary Wójcik



Założyciel Center for Leadership, profesor SGH, pracował naukowo jako visiting scholar na takich uniwersytetach jak Harvard, Berkeley, Glasgow czy Melbourne.

Nasza działalność



/SKNFM



@skn.fm



sknfm.edu.pl



Monitoring
Makroekonomiczny



ISES
INSTYTUT STUDIÓW
EKONOMICZNO-SPOŁECZNYCH



SKN
FINANSÓW I
MAKROEKONOMII

Spis treści

Sekcja makroekonomiczna

Inflacja	4
Produkcja przemysłowa	5
Polityka pieniężna w kraju	6
PKB	7

Sekcja finansowa

Rynek nieruchomości	8
Surowce nieenergetyczne	9

Sekcja publicystyczna – Okiem Monitoringu

Przegląd roku 2025	10
Dlaczego wzrost gospodarczy w ogóle się zaczął i dlaczego dalej trwa?	11
Nowa era juana	12
Relacja z I panelu Kongresu Makroekonomicznego	13
Relacja z II i III panelu Kongresu Makroekonomicznego	14
Relacja z IV panelu Kongresu Makroekonomicznego	15

O autorach

SKN Finansów i Makroekonomii

SKN Finansów i Makroekonomii to jedno z najbardziej aktywnych pod względem naukowym kół Szkoły Głównej Handlowej. Wśród obszarów zainteresowań SKN FM znajdują się przede wszystkim **polityka pieniężna, modelowanie i prognozowanie ekonometryczne, analizy makroekonomiczne, rynki finansowe, rozwój obywatelski**, a także inne tematy związane z ekonomią.



Inflacja poniżej celu NBP

Inflacja CPI r/r według GUS (%) i cel inflacyjny



Najważniejsze informacje

- Ze wstępnego szacunku wynika, że inflacja wyniosła 2,4% r/r w listopadzie
- 5 miesiąc z rzędu inflacja utrzymuje się w paśmie wahań NBP
- Inflacja w Polsce jest najniższa od kwietnia 2024 roku

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Ze wstępnego szacunku GUS-u wynika, że inflacja w Polsce w listopadzie 2025 roku wyniosła 2,4% r/r, natomiast względem października ceny wzrosły o 0,1% m/m. Jest to kolejny miesiąc, dla którego GUS notuje inflację w przedziale odchyień NBP oraz pierwszy raz od kwietnia 2024 roku, kiedy inflacja jest poniżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Wynik ten zaskoczył konsensus ekonomiczny, który zakładał, że inflacja w listopadzie wyniesie 2,6%.

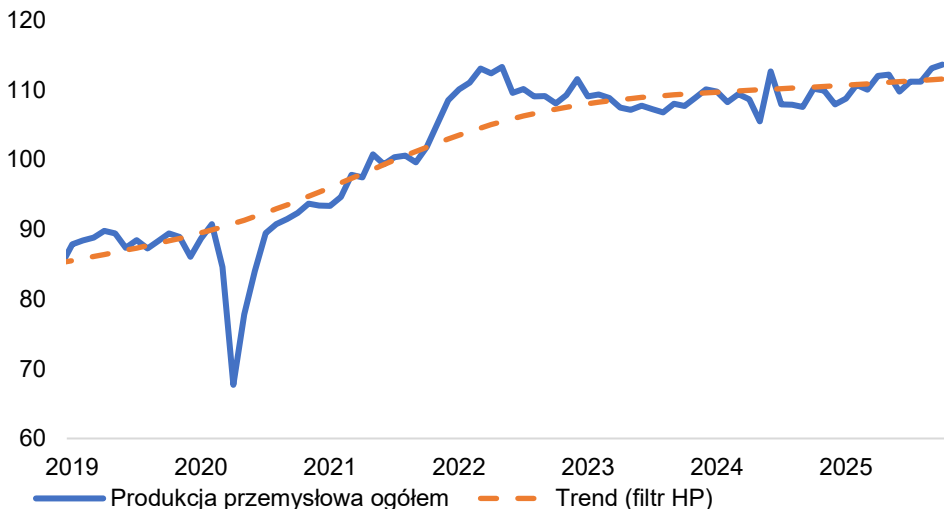
Do spadku inflacji przyczyniły się m.in. korzystne odczyty z rynku żywności. Wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych wyniósł w listopadzie zaledwie 2,7% r/r, wobec 3,4% r/r w październiku oraz zdecydowanie mniejszy od oczekiwań wzrost cen nośników energii (2,7% r/r). Dodatkowo w ujęciu rocznym ceny paliw spadły o 1,9% r/r.

Wszystko wskazuje na to, że niższy od oczekiwań wstępny odczyt inflacji zwiększył przestrzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej. W efekcie RPP na grudniowym posiedzeniu ponownie obniżyła stopy procentowe **o 25 punktów bazowych**, do poziomu **4%**, **kontynuując tym samym rozpoczęty wcześniej „cykl dostosowań”**.

Jakub Pajdowski

Wzrost inwestycji poprawia sytuację w przemyśle

Produkcja sprzedana w przemyśle (SA, 2021=100)



Najważniejsze informacje

- Produkcja przemysłowa wzrosła o 3,2% r/r w październiku
- Rośnie przede wszystkim produkcja dóbr inwestycyjnych

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w październiku o 3,2% r/r wobec wzrostu o 7,6% we wrześniu (zrewidowanie w górę z 7,4%), tym samym ponownie istotnie przewyższając konsensus rynkowy (1,8%). Spadek dynamiki wynikał z ustąpienia efektu większej liczby dni roboczych, który miał miejsce we wrześniu. Po skorygowaniu o ten efekt można zaobserwować, że w październiku wzrost de facto przyspieszył.

Można zaobserwować, że dynamika produkcji jest istotnie zróżnicowana między głównymi zgrupowaniami przemysłu. Wysoki wzrost produkcji można zauważyć przede wszystkim w przypadku produkcji dóbr inwestycyjnych. Również segment nietrwałych dóbr konsumpcyjnych radzi sobie dobrze, podczas gdy w przypadku dóbr zaopatrzeniowych doszło do stagnacji, a produkcja trwałych dóbr konsumpcyjnych spada rok do roku.

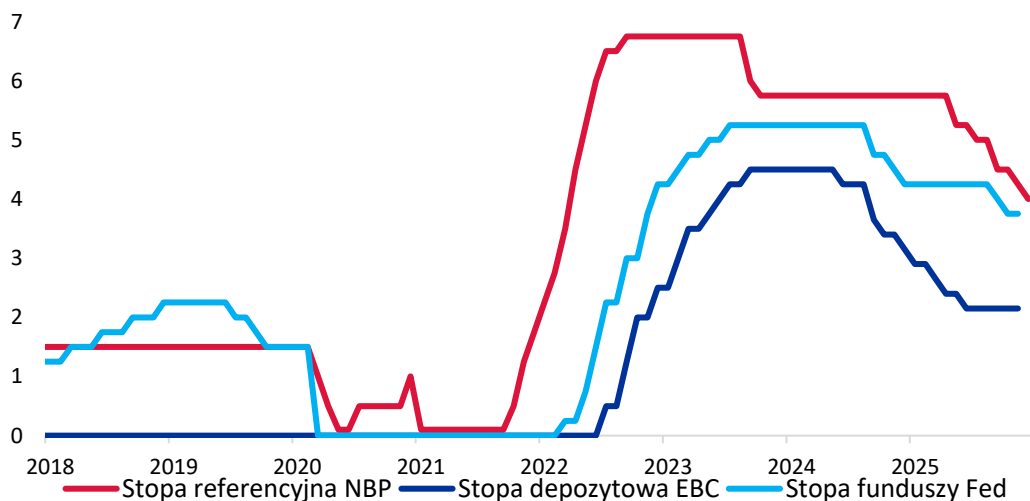
Październikowe dane wskazują, że faktycznie ma miejsce ożywienie w przemyśle, którego źródłem są przede wszystkim rosnące inwestycje. Ta tendencja ma duże szanse utrzymać się w przyszłym roku, kiedy skumuluje się absorpcja kilku strumieni funduszy unijnych. Wsparciem dla takiej oceny są stabilny wzrost liczby nowych zamówień oraz poprawiająca się koniunktura w przemyśle. Wskaźnik koniunktury GUS wskazuje, że oczekiwania dotyczące przyszłej sytuacji są najwyższe od 2019 r. Niemniej, do pełnego ożywienia w przemyśle niezbędne jest ożywienie gospodarcze za zachodnią granicą, które jak dotąd się nie zmaterializowało.

Adam Wałach

Polityka pieniężna w kraju

Sześć obniżek w jednym roku

Kluczowe stopy procentowe banków centralnych (%)



Najważniejsze informacje

- NBP obniżył w grudniu stopy procentowe o 25 pb.
- W 2025 r. miało miejsce 6 obniżek o łącznie 175 pb.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Na grudniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb. Tym samym stopa referencyjna wynosi 4,00%, stopa lombardowa wynosi 4,50%, a stopa depozytowa 3,50%. Obniżka była zgodna z oczekiwaniami rynku i była już szóstą obniżką w tym roku.

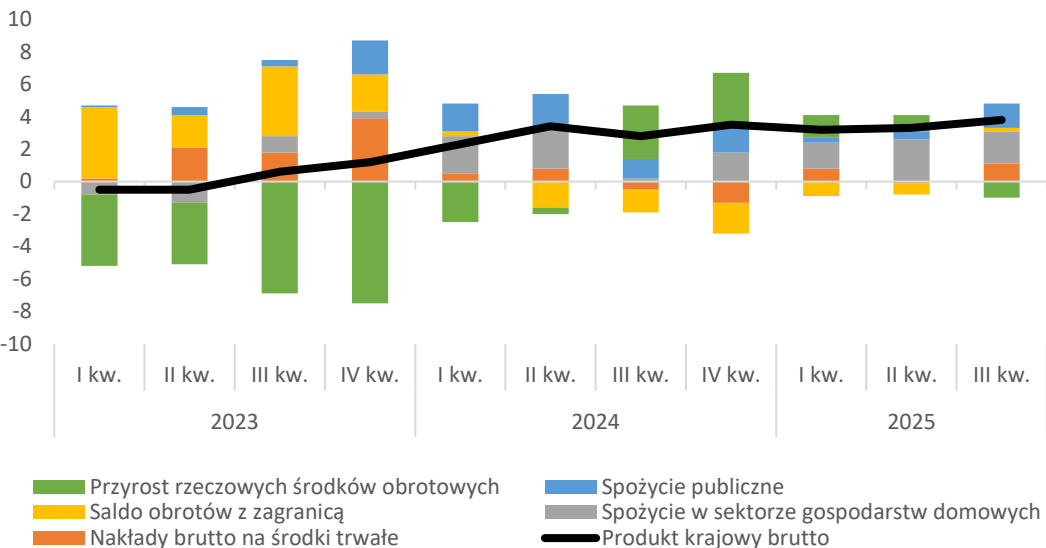
Obniżka wynikała przede wszystkim z dalszego spadku inflacji. Według wstępnych danych GUS inflacja CPI w listopadzie (2,4% r/r) znalazła się poniżej celu inflacyjnego (2,5%). Ponadto, w odróżnieniu od krótkiego epizodu niskiej inflacji z 2024 r., tym razem prognozy NBP wskazują, że inflacja najpewniej pozostanie niska. To oznacza, że pomimo serii obniżek, realna stopa procentowa jest teraz znacząco wyższa niż przed rokiem.

Aktualną obniżkę można również traktować jako dalsze nadganie obniżek stóp prowadzonych przez EBC. Przy zbliżonym poziomie inflacji w Polsce i strefie euro, różnica w oprocentowaniu pozostaje na relatywnie wysokim poziomie. Przestrzeń do dalszych obniżek ogranicza jednak silnie ekspansywna polityka fiskalna prowadzona przez rząd.

Adam Wałach

Polska gospodarka znowu zaskakuje

Struktura wzrostu PKB w ostatnich kwartałach (p.p, r/r)



Najważniejsze informacje

- PKB Polski w III kwartale b.r. urosło o 3,8% r/r, co stanowi wynik wyższy o 0,1 pkt. proc. w porównaniu ze wstępnym szacunkiem
- W porównaniu do wzrostu w II kwartale, poprawie uległ również wzrost nakładów inwestycyjnych w gospodarce oraz bilans handlowy netto.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

GUS opublikował w grudniu swój finalny szacunek dotyczący dynamiki zmian PKB w III kwartale bieżącego roku, zwiększając przy tym odczyt o 0,1 pkt. proc. do 3,8% r/r. Głównymi źródłami wzrostu gospodarczego w III kwartale są konsumpcja prywatna oraz napływ środków z KPO, ale także takie czynniki jak wzrost popytu inwestycyjnego czy dodatnie saldo obrotów z zagranicą, które jeszcze w II kwartale miały negatywny wpływ na wskaźnik.

Jednocześnie grudniowy odczyt oznacza, że **III kwartał bieżącego roku jest czwartym kwartałem z rzędu, w którym wzrost PKB jest wyższy niż 3% r/r**. W I kwartale bieżącego roku wzrost wyniósł 3,2% r/r, zaś w II kwartale 3,3% r/r.

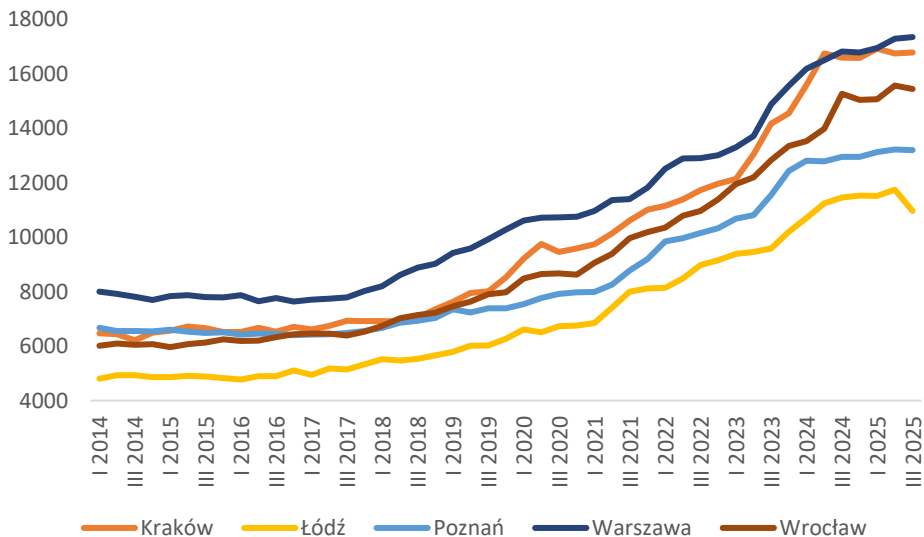
Zgodnie z najnowszym wydaniem „OECD Economic Outlook”, wzrost PKB w Polsce w tym roku ma wynieść 3,3% r/r, zaś w kolejnych latach będzie to kolejno 3,4% r/r oraz 2,7% r/r.

Głównym motorem napędowym wzrostu naszej gospodarki w najbliższych kwartałach będzie kontynuacja łagodzenia polityki monetarnej banku centralnego oraz napływ środków z funduszy Unijnych, w tym z KPO. W 2027 r. dynamika może ulec osłabieniu, głównie za sprawą możliwego dalszego pogorszenia koniunktury w strefie euro, słabnącej presji płacowej w gospodarce narodowej oraz ryzyka zaostrzenia polityki fiskalnej w Polsce.

Szymon Pieśniak

Rekordowy listopad

Ceny nieruchomości w wybranych miastach na rynku pierwotnym



Najważniejsze informacje

- Nieoczekiwane wyniki sprzedaży na rynku nieruchomości w listopadzie
- Sprzedano 5000 mieszkań na rynku pierwotnym, co przewyższa prognozy
- Podaż nadal wysoka pomimo rosnącej sprzedaży

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

W listopadzie sprzedaż wyniosła aż 5000 mieszkań na 7 największych rynkach nieruchomości w Polsce. To ukazuje stopniowe ożywianie się rynku jak i zwiększone zdolności nabywcze kupujących. **Sama sprzedaż na rynku pierwotnym wzrosła o 73% r/r, a czwarty kwartał będzie prawdopodobnie najlepszym pod względem sprzedaży mieszkań deweloperskich.**

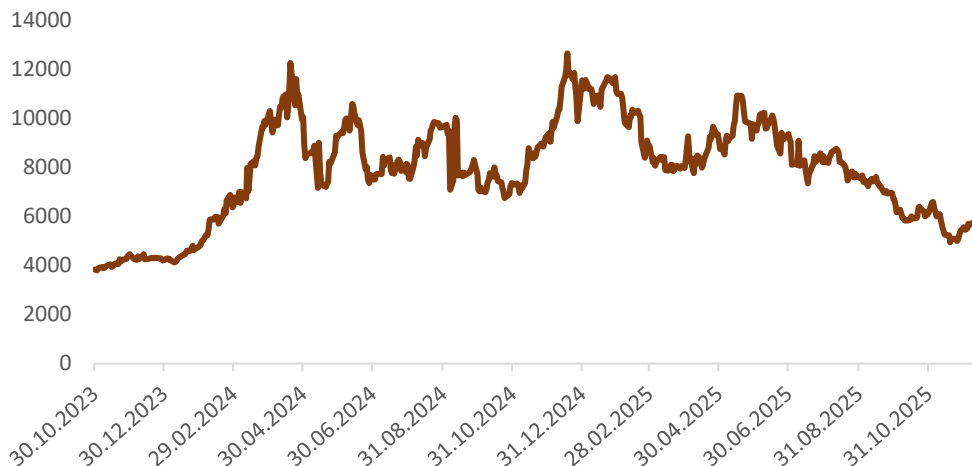
Przewidywalna inflacja oraz spadające stopy procentowe znacząco poprawiają zdolność kredytową Polaków. Teoretycznie powinno to także powodować wzrost cen, ale tak nie jest. Utrzymują się one na stabilnych poziomach z lekkimi wzrostami w największych aglomeracjach. **Jest to efekt rekordowo wysokiej podaży mieszkań, która od kilku miesięcy oscyluje na poziomie 60 tys. lokali. Mieszkania „wychodzą z ukrycia” z rezerwacji i luksusowych projektów ujawnionych przez przepisy o jawności cen.**

W listopadzie deweloperzy przyciągali do siebie coraz to częstszymi rabatami, które mogą być zapowiedzią spadku cen w niektórych polskich miastach. Jednak, jak na razie, wszystkie rynki poza Łodzią odnotowują niewielkie, lecz stabilne wzrosty r/r. Pewne jest natomiast, że jeśli podaż będzie utrzymywała się na dotychczasowym poziomie, to deweloperzy będą musieli bardziej konkurować o klientów.

Mateusz Cieśliński

Co będzie z ceną czekolady?

Cena za tonę kakao w GBP



Najważniejsze informacje

- Od 2023 roku cena kakao wzrosła na giełdzie o ok. 230%
- Od stycznia br. następuje stabilny spadek ceny kakao, które potaniało już o 55%

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Rok 2024 i początek roku 2025 z pewnością można nazwać czasem kryzysu dla rynku słodczy czekoladowych. Według portalu dlahandlu.pl na początku zeszłego roku tabliczka mlecznej czekolady średnio kosztowała 4,60 zł, obecnie jest to 9,02 zł. Z czego wynika tak gwałtowna zmiana ceny?

Główną przyczyną skokowego wzrostu ceny czekolady były rekordowo niskie zbiory w Ghanie i Wybrzeżu Kości Słoniowej. Państwa te, odpowiadające za połowę produkcji kakao na świecie, w 2024 roku mierzyły się **zarówno** z falą dewastujących suszy, jak i epidemią choroby pędów. Przełożyło się to na ponad dwukrotny wzrost ceny kakao na światowych giełdach, co konsumenci odczuli w sklepach. Poza podniesieniem cen wyrobów producenci zrekomensowali wzrost kosztów surowca zmniejszeniem gramatury produktu (tzw. downsizing) i zastąpieniem kakao tańszymi substytutami, jak cukier czy olej palmowy (tzw. skimpflacja).

Od początku bieżącego roku cena kakao na rynkach stabilnie spada. Wynika to z optymistycznych prognoz dotyczących zbliżających się zbiorów oraz inwestycji w nowe plantacje w krajach Ameryki Południowej, m.in. w Brazylii i Ekwadorze. Wszystko wskazuje na to, że w ciągu najbliższych tygodni ceny czekolady na półkach sklepowych stopniowo powinny maleć.

Paweł Zaleśny

Przegląd roku 2025

Rok 2025 przebiegał pod znakiem rekordowej niepewności, jednak sama skala zmian i liczba zdarzeń faktycznie niosących konsekwencje jest nieoczywista. Celem tego artykułu będzie przegląd najistotniejszych globalnych wydarzeń roku bieżącego i kwestii, które prawdopodobnie wyklarują się w kolejnym roku.

W Białym Domu

Przez ostatni rok świat trzymał się w cieniu drugiej prezydentury prezydentura Donalda Trumpa. **Obecny kształt polityki Trumpa został dość wyraźnie zarysowany podczas kampanii w roku ubiegłym, niemniej większość analizyków, w tym również ja, uważała, że kampania swoje a rzeczywistość powyborcza swoje – w końcu wprowadzenie zapowiadanych cel byłoby szaleństwem.** Tymczasem, zgodnie z zapowiedziami, cła zostały wprowadzone, a porządek międzynarodowy uległ zmianie – przy czym na ten moment ciężko określić, na co dokładnie. W tym czasie polityka pozostałych graczy na światowej scenie była w dużej mierze prowadzona w reakcji do trzymającego inicjatywę prezydenta D. Trumpa. Mimo napięć i dalszej erozji systemu opartego o zasady, układ sił w polityce międzynarodowej pozostaje jednak bez tectonicznych zmian. Tymczasem większe znaczenie mogą mieć zmiany wewnątrz Stanów Zjednoczonych. Trumpizm dąży do wzmocnienia władzy prezydenta i marginalizacji instytucji, co może przyczynić się do trwałych zmian ustrojowych w Stanach. Jednocześnie możemy zaobserwować, na ile pozwalają na to ograniczone przez shutdown dane makroekonomiczne, że gospodarka USA faktycznie spowolniła w drugim półroczu. Dwie kluczowe zagadki kolejnego roku to dalsza trajektoria gospodarki USA oraz rezultaty wyborów midterms, które mogą istotnie utrudnić życie Białemu Domowi.

W Doline Krzemowej

Ostatni rok upłynął również pod znakiem coraz głośniejszej dyskusji dotyczącej AI. **Duże modele językowe (LLM-y, zwane potocznie AI) są szeroko dostępne już od 3 lat, zatem nie jest to nowy wynalazek. Nowy rok przyniósł z pewnością wzrost zdolności istniejących modeli, dalszy wzrost adopcji oraz duże zadeklarowane inwestycje, jednak skala usprawnień była ograniczona.**

Tym samym nadal nie zmaterializowały się przełomowe zmiany obiecywane przez czołowych biznesmenów sektora technologicznego, co naturalnie skutkuje rosnącym gronem sceptyków. **Możliwe, że w kolejnym roku zaobserwujemy rozstrzygnięcie, które zależeć będzie w dużej mierze od efektów pracy naukowców.** Warto zaznaczyć, że infrastruktura, w którą firmy inwestują miliardy to w dużej mierze karty graficzne, zatem jest to typ infrastruktury dużo mniej długowieczny niż to, do czego przywykliśmy. Będzie to istotnie utrudniać osiągnięcie dodatnich stóp zwrotu z inwestycji, pomimo zastosowanych zmian w księgowości.

Poza Ameryką

W odróżnieniu od zapowiedzianych cel, zdecydowanie nie zmaterializowały się zapowiedzi dotyczące uzyskania pokoju. Mimo nadziei i negocjacji sytuacja na obu najbardziej medialnych wojnach (w Ukrainie i w Palestynie) pozostaje zbliżona do tej z początku roku, w obu przypadkach z niewielkim postępem na korzyść silniejszego (Rosji i Izraela). Prawdopodobieństwo, że konflikty zakończą się w przyszłym roku jest stosunkowo wysokie, z uwagi na rosnące koszty i zmęczenie wojną społeczeństw. Zagadką pozostają jednak warunki – niemniej, historia pokazuje, że rozwiązania najpewniej nie będą ani trwałe, ani satysfakcjonujące.

Dwaj pozostali duzi gracze również nie są wolni od kryzysów. Unia Europejska w dużej mierze okazała się słaba w negocjacjach z Trumpem, jednocześnie w polityce wewnętrznej coraz silniej zagrożona jest przez rosnącą popularność ruchów populistyczno-prawicowych w całej Europie. Nie pomagają temu utrzymujące się problemy gospodarcze strefy euro. Z kolei Chiny, mimo lepszego sprawdzenia się w konflikcie handlowym, również stoją przed wyzwaniem rewizji stosowanego dotąd modelu rozwoju. Dwa główne motory napędowe Chin, jakimi były inwestycje państwowe i eksport, w dużej mierze się wyczerpały.

Podsumowując, rok 2025 upłynął pod znakiem szarego nosorożca, w dużej mierze jako rok oczekiwania pomiędzy jednym a drugim przełomem. Odpowiedzi najpewniej w tym kontekście pozostaje mieć nadzieję, że odpowiedzi uzyskane w przyszłym roku będą pomyślne.

Adam Wałach

Dlaczego wzrost gospodarczy w ogóle się zaczął i dlaczego dalej trwa?

Tegoroczną Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii otrzymali Joel Mokyr, Philippe Aghion i Peter Howitt. Wyróżniono ich za wyjaśnienie, dlaczego gospodarki rozwinięte rosną nieprzerwanie od ponad 200 lat, co w skali historii ludzkości jest zupełną anomalią. Drugi rok z rzędu Nobel dotyczy wzrostu gospodarczego, a tegoroczni laureaci odpowiadają na dwa kluczowe pytania: **dlaczego wzrost w ogóle się zaczął oraz dlaczego trwa do dziś**. Przez tysiące lat poziom życia praktycznie się nie zmieniał, w Anglii czy Szwecji między rokiem 1300 a 1700 dochód na mieszkańca niemal stał w miejscu, mimo istnienia wynalazków takich jak druk czy wiatraki. Dopiero po 1800 roku kraje uprzemysłowione weszły na stabilną ścieżkę wzrostu rzędu 1-2 procent rocznie, która utrzymuje się do dziś.

Dlaczego dopiero rewolucja przemysłowa uruchomiła trwały wzrost?

Analiza Mokyr'a ma charakter historyczny, a nie modelowy, pokazuje, że **przed 1800 rokiem istniały ważne innowacje, lecz brakowało mechanizmu, który pozwalałby je kumulować i rozwijać**. Przełomem było połączenie nauki z praktycznym rzemiosłem. W Wielkiej Brytanii w XVIII wieku rosła liczba uczelni, towarzystw naukowych i publikacji, co obniżyło koszt dostępu do wiedzy i ułatwiało wymianę pomysłów. Jednocześnie istniała szeroka grupa wykwalifikowanych rzemieślników i inżynierów, którzy potrafili te pomysły przekładać na działające technologie. W wielu wcześniejszych cywilizacjach, istniały innowacje, lecz nigdy nie wystąpiły jednocześnie **trzy elementy: zaawansowana nauka, wysoka kompetencja techniczna i otwarte instytucje społeczne**. To pozwoliło na powstanie pętli między nauką i technologią, która napędzała kolejne innowacje.

Znaczenie instytucji

Kluczową rolę odgrywały także instytucje polityczne. W Anglii grupy uprzywilejowane miały mniejszą możliwość blokowania nowych technologii, a parlament częściej dopuszczał zmiany zamiast chronić dotychczasowe interesy. Dzięki temu innowacje mogły być testowane, ulepszone i wdrażane bez ryzyka, że zostaną zatrzymane na poziomie politycznym. Modele Solowa i Romera tłumaczyły, skąd biorą się innowacje (kapitał, wiedza, badania i rozwój), ale nie odpowiadały na pytanie, dlaczego historycznie ich ciągłość pojawiła się tak późno.

Mokyr wypełnia tę lukę, pokazując, że wzrost wymaga jednoczesnego współdziałania wiedzy, technologii i instytucji.

Trwały wzrost gospodarczy a kreatywna destrukcja

Aghion i Howitt odpowiadają z kolei na pytanie, dlaczego wzrost trwa już ponad dwa stulecia. Ich badania opierają się na idei Schumpetera, według której **gospodarka rozwija się przez kreatywną destrukcję**, czyli zastępowanie starych firm i technologii nowymi. W ich modelu firmy inwestują w badania, bo udana innowacja daje im czasowy monopol i wyższe zyski. Gdy pojawia się lepsza technologia, nowy innowator wypiera poprzedniego lidera. Na poziomie mikro oznacza to ciągle powstawanie i upadanie firm oraz duże przepływy pracowników, ale **na poziomie makro tworzy stabilny, długoterminowy wzrost produktywności**. Model Aghiona i Howitta łączy zachowanie firm, politykę patentową, konkurencję i finansowanie innowacji w jednej strukturze, dzięki czemu pozwala oceniać, jak różne rozwiązania, od regulacji antymonopolowych po strukturę rynku, wpływają na tempo wzrostu.

Wynika z niego, że wzrost jest najszybszy wtedy, gdy gospodarka utrzymuje równowagę między konkurencją a ochroną innowatorów. Zbyt mała konkurencja zmniejsza motywację do tworzenia nowych technologii, a zbyt duża sprawia, że zyski z innowacji znikają zbyt szybko. Patenty pomagają finansować badania, ale ich nadmiar może blokować rozwój kolejnych technologii. Model pokazuje też, kiedy potrzebne jest wsparcie dla badań, bo prywatne firmy nie finansują ich w wystarczającym stopniu.

Najważniejsza lekcja z Nobla 2025: wzrost gospodarczy nie jest gwarantowany.

Przez większość historii **naturalnym stanem gospodarki była stagnacja**. Trwały wzrost pojawia się tylko wtedy, gdy istnieją warunki sprzyjające innowacjom: otwarte instytucje, konkurencja, swobodny przepływ wiedzy i system, który pozwala pracownikom przechodzić do bardziej produktywnych sektorów, zamiast sztucznie chronić stare technologie. Kiedy te elementy znikają, gospodarka wraca do stagnacji.

Olga Zawada

Nowa era juana

Wojna na Ukrainie wciąż trwa i pomimo licznych rozmów na temat zakończenia konfliktu znaczących postępów jeszcze brakuje. **Ograniczony eksport ropy i gazu, będących istotnymi źródłami finansowania dla Rosji, i inne obecne przy tym sankcje nałożone na to państwo stają się coraz bardziej uporczywe.** Gospodarka rosyjska mierzy się z wysokimi nominalnymi stopami procentowymi przekraczającymi 16% i inflacją na poziomie 7%. Te czynniki mogły przesądzić o decyzji Rosji o emisji obligacji. Ale dlaczego to właśnie juan ma zaszczyt być główną walutą tychże obligacji?

Rosja coraz dalej od Europy

Po wybuchu wojny na Ukrainie Rosja została odłączona od podstawowych rynków finansowych Zachodu. Oznaczało to brak możliwości emitowania euroobligacji w dolarach czy euro. Co więcej, dotychczasowo zgromadzone rezerwy walutowe częściowo zostały zamrożone.

Juan (CNY) główną walutą emisji

W tej sytuacji Federacja Rosyjska utraciła również swój największy rynek zbytu – Europę. Wciąż pożądana pieniądze wojna wymaga stałego finansowania. Wydatki Rosji na wojsko osiągnęły najwyższy poziom od czasów ZSRR, a więc potrzeba szukania nowego partnera handlowego stała się nieunikniona. Rosji brakuje stabilnej waluty, którą może swobodnie używać, a emitowanie długu w rublu jest możliwe, jednak ma poważne minusy związane z wcześniej wspomnianymi wysokimi stopami procentowymi i inflacją. Zbyt duża emisja rubli osłabiałaby rosyjską walutę. W tym przypadku Chin to jedna z najlepszych alternatyw dla europejskiego klienta. Jednym z nowych ruchów stało się, więc wykorzystanie chińskiej waluty jako głównej waluty w emisji obligacji przez Rosję. **W taki sposób Chin realizują politykę umiędzynarodowienia juana, a Rosja pokazuje światu, że jest wciąż ważnym graczem na arenie międzynarodowej.**

Jaki interes mają w całym tym przedsięwzięciu Chin?

Chiny od lat dążą do zdobycia miana 'alternatywy dla dolara' dla swojej waluty. Takie posunięcie pomaga zdobyć większy rozgłos i nabrać rozpędu, wzmacniając pozycję juana jako waluty inwestycyjnej i pokazując, że ich waluta zastępuje dolara w relacjach państw wykluczonych z Zachodu.

Dodatkowo im więcej Rosja używa juanów, tym bardziej uzależnia się od chińskiego systemu finansowego, dzięki czemu Chiny zyskują lojalnego partnera z zasobami surowcowymi i rynkiem zbytu, a przy tym udowadniają, że poza granicami Zachodu dolar powoli traci swój monopol.

Główne założenia oraz dane

Rosja planowała do końca 2025 roku wyemitować obligacje rządowe denominowane w chińskim juanie o wartości 20 mld juanów, z zapadalnością 3–7 lat i kuponami w przedziale 6,25–7,5%. **Ministerstwo Finansów Federacji Rosyjskiej podało, że przy debiutanckiej emisji obligacji denominowanych w juanach Rosja pozyskała 20 mld juanów, co odpowiada około 2,8 mld dolarów amerykańskich.** Głównymi nabywcami mają być banki i firmy posiadające płynność w juanach. Plan przewiduje, że obligacje będą oferowane na rodzimym rynku, czyli na giełdzie w Moskwie, co ma zwiększyć szansę na to, że obligacje zostaną kupione przez podmioty rosyjskie, np. banki czy firmy handlujące z Chinami.

Ryzyka i wyzwania emisji dla Rosji.

Choć emisja obligacji w juanach pozwala Rosji pozyskać niezbędne środki i umocnić relacje z Chinami, to wiąże się też z istotnymi zagrożeniami. Głównym ryzykiem jest oczywiście niski popyt na obligacje spowodowany między innymi obawami o stabilność rosyjskiej gospodarki, co może skutkować niższymi wpływami niż były spodziewane.

Rosja byłaby wtedy zmuszona do oferowania wyższych kuponów, aby zachęcić inwestorów, a to zwiększyłoby koszty obsługi długu i pogorszyłoby sytuację finansową państwa. Istotne niebezpieczeństwo stanowią również same Chiny. Ich waluta jest instrumentem finansowym najnowszych obligacji rosyjskich i takie ruchy powodują coraz większe uzależnianie się Federacji Rosyjskiej od Republiki Ludowej Chin, co może stopniowo osłabiać jej pozycję jako kluczowego gracza na arenie międzynarodowej. Bez względu na dalszy rozwój współpracy, emisja obligacji w juanach stanowi pierwszy istotny krok finansowy Rosji w kierunku Chin.

Viktoria Bendas



Relacja z I panelu Kongresu Makroekonomicznego

„Miejsce Polski w Europie – finanse, energia, przyszłość” – pod takim tytułem odbyła się XIII edycja Kongresu Makroekonomicznego. 2 i 3 grudnia br. eksperci zarówno ze sfery akademickiej, jak i praktycznej, spotkali się, aby przedyskutować kluczowe tematy makroekonomiczne w bieżącym czasie. W ramach wydarzenia uczestnicy mogli wziąć udział w czterech panelach oraz wysłuchać prezentacji raportu Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Poniżej znajdują Państwo podsumowanie każdego z każdej z części.

Panel I – „Bezpieczeństwo surowcowe i energetyczne Polski – niezależność a transformacja”

Prelegentami pierwszego panelu byli: Marcin Izdebski (think tank Centrum Strategii Rozwojowych), dr hab. Karol Zglinicki (Polski Instytut Geologiczny – Państwowy Instytut Badawczy), Marianna Sobkiewicz (Polski Instytut Ekonomiczny) i Fryderyk Karp (fundacja InStrat). Debatę moderował Maciej Bylica.

Za ważne surowce energetyczne dla Polski w przyszłości prelegenci uznali uran, gaz ziemny oraz ropę naftową. Obszerne pokłady tych surowców można znaleźć na wschodzie, m.in. w Rosji i Kazachstanie. Historia abuzywnych umów na ropę PGNiG z zagranicznymi kontrahentami oraz doświadczenie geopolityczne (w tym trwająca wojna na Ukrainie) stawia jednak bezpieczeństwo tego łańcucha dostaw w wątpliwym świetle. **Alternatywnym dostawcą uranu dla powstającej elektrowni atomowej mogłaby stać się Australia.**

W przyszłości dużą funkcję pełnić będą także metale ziem rzadkich oraz pierwiastki takie jak lit, mangan, fluor czy miedź. Polska posiada bogate złoża tego ostatniego, a jego zastosowanie w elektronice, m.in. przewodach elektrycznych może okazać się kluczowe dla transformacji energetycznej kraju oraz całego regionu. Biorąc pod uwagę także wysokie nakłady potrzebne na rozwój krajowych sieci energetycznych, polskie złoża miedzi stanowią szansę dla rodzimych przedsiębiorstw z tego obszaru.

Za wąskie gardła w rozwoju polskiego przemysłu wydobywczego, prelegenci wymienili problemy w komunikacji między badaczami złożeń, a szczególnie decyzyjnym zarówno w firmach publicznych, jak i prywatnych oraz wysokie

podatki ponoszone przez przedsiębiorstwa w tym sektorze.

Ważnym czynnikiem przy rozpatrywaniu potencjalnych zmian jest pozostawianie zysków z wydobycia w granicach państwa.

Wyczerpywanie się lokalnych pokładów węgla i pogłębiająca się nierentowność kopalń skłania do rewaluacji obecnego miks energetycznego. **Każda zmiana wiąże się zarówno z możliwościami, jak i zagrożeniami. W bliskiej przyszłości dobrym substytutem do węgla może okazać się gaz ziemny, którego emisja dwutlenku węgla do atmosfery jest mniejsza przy podobnych kosztach wytworzenia energii.** Wraz z atomem, jest to także komplementarne źródło energii do OZE, ze względu na nieuchronną niepewność warunków pogodowych.

Maciej Wrona



Relacja z II i III panelu Kongresu Makroekonomicznego

Panel II – „Perspektywy i zagrożenia dla polskiej gospodarki w Europie Centralnej”

Panelistami tej części byli: dr hab. Dariusz Kowalski (Uniwersytet SWPS), Roman Jamiołkowski (British American Tobacco) oraz Bartosz Radzikowski (Polskie Towarzystwo Gospodarcze). Dyskusję przeprowadził Bartosz Traczyk.

W Polsce widoczna jest dysproporcja w poziomie istniejących inwestycji na zachodzie i wschodzie kraju. Przedsiębiorcy obawiają się m.in. o dostępność energii oraz bezpieczeństwo przed atakami dronów w sytuacji konfliktu zbrojnego. Sytuacji energetycznej mogłoby pomóc rozwój sieci przesyłowych ze Szwecji i z Niemiec.

Barierę rozwojową stanowi także niestabilność regulacyjna. Częste zmiany i duża objętość aktów prawnych przechodzących przez parlament wprowadzają niepewność otoczenia prawnego.

Wielką szansę dla polskiej gospodarki jest kapitał społeczny. **O ile obywatele państw Europy Zachodniej przejawiają postawę utrzymania obecnego poziomu życia, Polacy są nadal głodni dorobienia się.** W dobie zanikania przewagi konkurencyjnej w postaci taniej pracy oraz wysokich kosztów energii pęd do wzbogacania się może przyczynić się do dalszego rozwoju Polski.

Prezentacja raportu MFW – „The Global Financial Safety Net-A Stocktaking” (2025)

Część opisową raportu prezentował Krzysztof Krogulski (MFW). W trakcie prelekcji przedstawiona została tzw. Global Financial Safety Net (GFSN). W skład GFSN wchodzi cztery narzędzia, służące utrzymaniu stabilności monetarnej: rezerwy państw, Regional Financing Arrangements (RFA), Bilateral Swap Arrangements (BSA) oraz interwencje MFW. Na całym świecie z różnych form wsparcia korzysta ponad 100 państw. Fundamenty systemu walutowego w Polsce, pomimo trudnej pozycji fiskalnej państwa, są stabilne.

Panel III – „Złoto, waluty i banki centralne – polityka rezerw”

W debacie wzięli udział: Hubert Stojanowski (Xelion sp. z o.o.), Marcin Klucznik (Polski Instytut Ekonomiczny) oraz dr Dominik Skopiec (SGH). Rolę moderatora odegrał Piotr Kamiński.

Główne miejsce w konwersacji zajęło złoto oraz pozycja dolara na rynkach światowych i w rezerwach państw

Ostatnimi czasami NBP ogłosił planowaną zmianę udziału złota w swoich rezerwach, z poziomu 25% na 30%. W krajach wysoko rozwiniętych średni poziom tego aktywa wynosi jednak aż 70% całości. Fizyczne rezerwy złota coraz częściej wywożone są z dominujących dotychczas banków zagranicznych jak Bank Rezerwy Federalnej, czy Bank Anglii do krajów rodzimych.

Eksperci są zgodni co do tego, że obecnie nie zachodzi, ani w perspektywie 10 lat nie powinno dojść do dedolaryzacji świata.

Spowodowane jest to brakiem realnych alternatyw (mała rola euro na rynku globalnym; wysoka podatność yuana na zmiany w polityce monetarnej Chin) oraz monopolem naturalnym – dążenie do jednej, powszechnie stosowanej waluty. Ponadto, dewizy denominowane w dolarach pełnią znaczącą rolę w kształtowaniu rezerw banków centralnych dookoła świata. W przypadku NBP stanowią one ponad połowę wszystkich dewiz.

W przeciągu ostatniej dekady, roszady w udziałach poszczególnych elementów bilansów banków centralnych pozostały minimalne.

Maciej Wrona



Relacja z IV panelu Kongresu Makroekonomicznego

Panel IV – „Dług publiczny a finansowanie samorządów”

Prelegentami czwartego i zarazem ostatniego panelu XIII edycji Kongresu Makroekonomicznego byli: dr hab. Andrzej Torój (profesor SGH oraz członek Rady Fiskalnej), Sebastian A. Roy (ekonomista w Banku Pekao S.A.) oraz Piotr Napłoszek (zastępca burmistrza gminy Konstancin-Jeziorna).

Tematyka panelu koncentrowała się przede wszystkim na reformie finansowania samorządów, która została wprowadzona od bieżącego roku. Obejmuje ona zwiększenie wpływów z podatków PIT i CIT dla jednostek samorządu terytorialnego. **Zdaniem Piotra Napłoszka, aktywnego samorządowca, jest to zmiana korzystna, pozytywnie wpływająca na poziom samorządności.** Zwrócił on uwagę, że dzięki reformie samorządy będą mogły lepiej planować inwestycje i realizować te projekty, które rzeczywiście odpowiadają lokalnym potrzebom, a nie wyłącznie te, na które dostępne są dotacje państwowe.

Sebastian A. Roy odniósł się natomiast do wpływu reformy na budżet państwa. Podkreślił, że wzrost finansowania samorządów o dodatkowe 24 mld zł stanowi około 0,5% PKB. W związku z tym wpływ na poziom długu publicznego jest niewielki, a zmiana ta może przyczynić się do wzmocnienia inwestycji w Polsce.

W przekonaniu wszystkich prelegentów reforma ma szansę odblokować potencjał inwestycyjny polskich samorządów. Piotr Napłoszek zaznaczył jednak, że na reformie najbardziej skorzystają gminy bogatsze, co może prowadzić do pogłębiania się dysproporcji pomiędzy gminami zamożnymi a biedniejszymi. Z tą opinią nie zgodził się prof. Andrzej Torój, który uznał reformę za szansę dla wszystkich gmin. **Jednocześnie podkreślił, że największym zagrożeniem dla samorządów jest postępujące starzenie się społeczeństwa, które w przyszłości może ograniczyć środki przeznaczone na infrastrukturę rekreacyjną i sportową.**

Istotnym wnioskiem panelu były również uwagi dotyczące oświaty. Paneliści zgodzili się, że porządkowanie budżetów samorządowych powinno rozpocząć się od skutecznego przemodelowania wydatków na edukację, które obecnie często są nieuporządkowane i nieefektywne.

Profesor Torój zaznaczył ponadto, że jest zwolennikiem stosowania reguł w polityce fiskalnej, gdyż zapewniają one stabilność finansową i pełnią istotne funkcje dyscyplinujące. **Jednocześnie wskazał, że nie wszystkie reguły są w pełni racjonalne, jako przykład podając próg 60% długu publicznego w relacji do PKB. Jego ewentualne przekroczenie nie powoduje realnych konsekwencji gospodarczych, dlatego w praktyce wiele państw go nie przestrzega.**

Końcowym wnioskiem dyskusji był wpływ społeczeństwa na decyzje finansowe gmin. **Presja społeczna jest znacznie silniejsza w mniejszych gminach, gdzie mieszkańcy są bardziej zintegrowani, co przekłada się na większy wpływ lokalnej społeczności na decyzje inwestycyjne samorządów.**

Podsumowując, paneliści zgodzili się, że zwiększenie dochodów samorządów z tytułu PIT i CIT jest decyzją trafną i najprawdopodobniej przyniesie pozytywne skutki w dłuższej perspektywie.

Bartosz Przywara

Nasi partnerzy



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
CASE – Center for Social and Economic Research

