

Kurier ekonomiczny ING

Polska i świat

Prognozy na 2026: Pozorny spokój po burzy

Perspektywa średnioterminowa: Od ciężkiej do bardziej produktywnej pracy

Rafał Benecki, Adam Antoniak, Leszek Kąsek, Michał Rubaszek, Mateusz Sutowicz

Grudzień 2025

W skrócie – rynki i świat

- Po roku od rozpoczęcia drugiej kadencji Donalda Trumpa jako prezydenta USA, która zaburzyła dotychczasowy porządek geopolityczny, kluczowym pytaniem jest kwestia czy, kiedy i na jakich warunkach dojdzie do zakończenia wojny w Ukrainie. Trump nie mógł jej zakończyć w 24 godziny, ale doprowadził do odwilży w stosunkach z Rosją, ograniczył wsparcie finansowe dla Ukrainy i wymusił na Europie większe inwestycje na obronę. Amerykański prezydent miał istotny wpływ na wygaszenie niektórych konfliktów zbrojnych na świecie, choć trwałość tych rozwiązań może być kwestionowana. W połączeniu ze wsparciem dla sektora energetycznego („drill, baby, drill”), polityka ta wzmocniła tendencję spadkową cen na rynkach energetycznych. Od drugiej kadencji, Trump wprowadził szeroką agendę zmian (podatki, migracje, cła, odchudzenie administracji (DOGE)).
- Po nadzwyczajnej niepewności w handlu międzynarodowym w 1pół25, w 2pół25 doszło do normalizacji, która powinna utrzymać się w 2026, choć przy istotnie wyższych stawkach celnych niż na początku br. Nowa administracja często dostosowywała stawki celne, które w przypadku Chin zostały mocno przestrzelone, a następnie zabiegała o szybkie doprowadzenie do ramowych porozumień handlowych, często w połączeniu zobowiązaniem do zakupów czy inwestycji w USA. Średnia efektywna stawka celna na towary importowane do USA wzrosła z 2,5% do prawie 30%, ale w 2pół25 spadła do około 15%.
- Gospodarka amerykańska w 2026 będzie rosła w tempie bliskim potencjalnemu, czyli prawie dwa razy szybciej niż europejska. Fed ma przestrzeń do cięć, a nowy prezes Fed może dążyć do znacznie głębszego poluzowania polityki pieniężnej niż obecny. Nasza prognoza 2% wzrostu w USA w 2026 jest zbliżona do konsensusu i szacunku na 2025, który podlegał silnej zmienności w br. w ślad za decyzjami nowego prezydenta. Wsparciem dla wzrostu będzie ustępowanie negatywnych efektów celnych przy utrzymaniu wysokich inwestycji w AI oraz możliwy impuls fiskalny przed wyborami do Kongresu w 2026. Słaba kondycja rynku pracy i dezinflacja w naszej ocenie skłonią Fed do dwóch cięć stóp, zgodnie z obecnymi wycenami rynkowymi. Te oczekiwania mogą się jednak szybko zmienić w głębsze poluzowanie po powołaniu nowego „gołębiego” prezesa Fed, który zastąpi Powella w maju.
- Unia Europejska płaci koszty nadmiernego uzależnienia od USA w dziedzinie bezpieczeństwa i straciła konkurencyjność poprzez szeroki off-shoring przemysłu do Chin i innych krajów. Wymuszona zmiana w obu obszarach może być jednak dźwignią wzrostu PKB w 2026 i kolejnych latach. Dzięki mobilizacji wydatków militarnych i infrastrukturalnych w budżetach krajowych i przez program SAFE, UE będzie próbowała wzmocnić swój potencjał produkcyjny i stawić czoła ekspansji eksportowej Chin. Chiny wciąż borykają się ze słabością popytu wewnętrznego i realizują plan prawie 5% wzrostu w oparciu o nową falę ekspansji zagranicznej.
- EBC już zakończył cykl łagodzenia polityki pieniężnej, choć w 2026 nie uniknie presji by zrobić więcej. Choć kraje UE podjęły mocne zobowiązania na rzecz wzrostu wydatków na obronę, to raport Draghiego miał małe przełożenie na reformy strukturalne.
- W 2026 na dolara czekają kolejne, choć mniejsze, fale osłabienia niż w 2025. Spread Treasuries do Bundów może zawęzić się głównie przez wzrost rentowności długu eurowego z powodu poluzowania fiskalnego w Niemczech przy stabilizacji notowań Treasuries. Mniejszy dysparytet stóp procentowych EBC i Fed, wspiera dalsze osłabienie dolara w 2025 i przebicie poziomu €/ \$1,20. Nominacja „gołębiego” prezesa Fed może jednak zmienić obraz sytuacji na rynkach FX i FI.

W skrócie – Polska i rynki krajowe

- Polska gospodarka pozostaje liderem wzrostu w UE, pomimo wielu przeciwności. W 2025 roku urosła 3,6%r/r, przy stagnacji w Niemczech i regionie. Polska rośnie pomimo opóźniającego się odbicia inwestycji finansowanych z KPO. W 2025 roku motorem PKB była konsumpcja, która wypełniła lukę po słabych inwestycjach. Po stronie podażowej gospodarki, lukę po słabym przemyśle wypełniły nowoczesne usługi. To nietypowy cykl gospodarczy. Po dwóch latach wzrostu (2024-25) obserwujemy spadek zatrudnienia, m.in. w działach, gdzie spada produkcja. To nie jest gospodarka, która generuje presję inflacyjną.
- W 2026 roku oczekujemy tempa PKB na poziomie 3,7%r/r i bardziej zdwyersyfikowanego wzrostu. Aby utrzymać ponad 3% wzrost konsumpcji potrzebny będzie spadek stopy oszczędzania, bo tempo dochodów wyhamuje z 5,3% do 2,0%. Oczekujemy jednak wsparcia konsumpcji i inwestycji w oparciu o dotacje unijne. Ich łączny wzrost (bez pożyczek) to 0,8pp do 3,0%PKB w 2026. Zakładamy, że około 0,5% PKB z grantów KPO efektywnie wesprze PKB w 2027 i nie będzie efektu załamania inwestycji w 2027. Dodatkowo, ruszy finansowanie w oparciu o tanie pożyczki z KPO (€29,4mld vs €25,3mld z grantów).
- Widzimy kilka czynników, które powodują, że inflacja pozostanie niska, pomimo solidnego wzrostu PKB na tle UE. 1) Polska notuje niższe tempo PKB niż w przeszłości, a dodatkowo gospodarka unika boomu konsumpcyjnego, inaczej niż w ostatnich latach. 3) Ostrożna polityka dochodowa (3% wzrost pensji minimalnej vs ~20% w 2023-24, brak nowych świadczeń socjalnych w 2026 roku) nie pozwala na tak łatwe podnoszenie cen, jak w latach 2022-25. 4) Obecny cykl ma niską pracochłonność, a ważnym motorem wzrostu PKB są nowoczesne (mało pracochłonne) usługi, a nie przemysł. Ten boryka się z presją niskich marż i pogorszeniem konkurencyjności, co także oznacza spadek tempa płac w 2026 roku do około 5,5%. To poziom zgodny z celem inflacyjnym NBP. 5) Presja konkurencyjna z Chin jest większa niż w latach wcześniejszych. 6) Restrykcyjność polityki pieniężnej jest wyższa niż sugeruje realna stopa, bo realna aprecjacja PLN jest największa od lat 2004-08. Dlatego spodziewamy się cięć stóp do poziomu 3,25%, do końca 2026 z ryzykiem po niższej stronie.
- Polska jest krajem bardzo wysokiego deficytu budżetowego. Dostosowanie fiskalne jest mało realne, jednocześnie badania opinii, którymi posługują się politycy pokazują zaniepokojenie Polaków stanem finansów publicznych. Dlatego kampania wyborcza 2027 będzie zdecydowanie mniej hojna socjalnie. W 2026 roku Polska ma do sfinansowania ponownie rekordowe potrzeby pożyczkowe netto, tj. PLN300mld. Ożywienie kredytowe oznaczać będzie mniejszy organiczny wzrost oszczędności sektora bankowego, a to główny kupujący POLGBs. Jednak Polska będzie beneficjentem napływu znacznych zagranicznych oszczędności w postaci środków z KPO, funduszy strukturalnych oraz SAFE. Te środki wymieniane są poza rynkiem, co zwiększa bazę monetarną i utrzymuje nadpłynność sektora. Widzimy dalsze zawężenie spreadu POLGBs do Bunda, a może również IRS.
- Możliwe głębsze cięcia stóp Fed oraz dalsze osłabienie dolara, powinny przywrócić napływ kapitału na rynki wschodzące, po niemal straconej dekadzie. Polska wyróżnia się wciąż solidnym wzrostem PKB, ma nadwyżkę rachunku bieżącego (łącznie z rachunkiem kapitałowym), co powinno zrównoważyć dalsze cięcia stóp NBP i pozwolić na utrzymanie silnej pozycji złotego.
- W sekcji średnioterminowej pokazujemy jak gospodarka reaguje na spadek dostępności taniej pracy i kreślimy model wzrostu w nowych warunkach. Idą duże zmiany strukturalne, np. przepływ pracowników do wysoko produktywnych sektorów.

Prognozy makroekonomiczne – Polska i świat

	2024	1kw25	2kw25	3kw25	4kw25	2025	1kw26	2kw26	3kw26	4kw26	2026	2027
Polska												
PKB r/r	3,0	3,2	3,3	3,8	3,9	3,6	3,8	3,8	3,6	3,7	3,7	3,2
Konsumpcja r/r	2,9	2,6	4,5	3,5	3,8	3,6	3,4	3,2	3,4	3,6	3,4	3,3
Inwestycje r/r	-0,9	6,4	-0,7	7,1	9,0	5,9	6,0	8,8	9,0	8,5	8,2	3,7
Saldo fin. publ. %PKB	-6,6					-7,0					-6,5	-6,0
Dług publ. %PKB (kon. okr.)	55,1					60,8					66,8	70,0
Bezrobocie (kon. okr.)	5,1	5,3	5,2	5,6	5,8	5,8	5,9	5,6	5,7	5,8	5,8	5,8
CPI r/r (średnio)	3,7	4,9	4,1	3,0	2,6	3,7	2,2	2,5	2,1	2,5	2,3	2,2
Stopa referencyjna	5,75	5,75	5,25	4,75	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25
Bilans obr. bież., %PKB	0,3					-0,9					-0,9	-1,8
Wynagrodzenia – sektor przedsiębiorstw %r/r (śr.)	11,9	8,2	9,2	7,1	6,9	7,9	5,1	4,7	5,9	6,2	5,5	5,0
Strefa euro												
PKB kw/kw, zannualiz., %	0,9	2,5	0,9	0,9	0,6	1,4	0,9	1,3	1,7	1,8	1,2	1,6
HICP r/r, średnio w okresie	2,4	2,3	2,0	2,1	1,8	2,1	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0
Stopa depozytowa, k.okr.	3,00	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
USA												
PKB kw/kw, zannualiz., %	2,8	-0,6	3,8	3,1	0,8	2,0	2,0	1,4	1,8	2,3	1,9	2,2
CPI r/r, średnio w okresie	3,0	2,7	2,4	2,9	3,1	2,8	2,9	3,0	2,8	2,3	2,8	2,1
Stopa funduszy Fed, k.okr.	4,50	4,50	4,50	4,25	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Stopy procentowe i kursy												
Stopa NBP (kon. Okr.)	5,75	5,75	5,25	4,75	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25
Wibor 3M (kon. okr.)	5,85	5,84	5,23	4,72	4,08	4,08	3,82	3,58	3,33	3,33	3,33	3,33
Stawka 3M EUR (kon. okr.)	2,71	2,34	1,94	2,03	2,08	2,08	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10
Stawka 3M USD (kon. okr.)	4,49	4,41	4,45	4,24	3,70	3,70	3,50	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30
US\$/PLN (kon. okr.)	4,10	3,86	3,62	3,63	3,58	3,58	3,54	3,53	3,50	3,46	3,46	3,48
Obligacje 10L (kon. okr.)	5,90	5,72	5,45	5,46	5,25	5,25	5,10	4,85	4,65	4,60	4,60	4,80
US\$/PLN (średnio)	3,98	4,00	3,76	3,65	3,64	3,64	3,62	3,62	3,52	3,48	3,48	3,56
€/PLN (kon. okr.)	4,27	4,18	4,24	4,27	4,22	4,22	4,21	4,23	4,24	4,22	4,22	4,25
€/PLN (średnio)	4,31	4,20	4,26	4,26	4,24	4,24	4,21	4,22	4,24	4,23	4,23	4,25

Polska

- Wzrost PKB bliski 4% przy niskiej inflacji („goldilocks economy”), PKB ze zrównoważoną strukturą (inwestycje, konsumpcja, eksport). Ostatni rok grantów KPO, dużo innych środków z UE przed nami.
- Średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych poniżej celu NBP przy splocie szeregu sprzyjających czynników. Dalszy spadek inflacji bazowej, hamująca presja płacowa, niskie ceny surowców energetycznych, brak skokowych podwyżek cen regulowanych, utrzymująca się presja na ceny towarów podlegających wymianie ze strony taniego importu z Chin. Wejście w życie ETS2 dopiero od 2028.

Strefa euro

- W 2026 strefa euro kontynuuje cykliczne ożywienie dzięki krajom Południa i min. wypłatom z KPO. W połowie 26 wyraźniejsze odbicie w Niemczech (z niskiej bazy), ale problemy strukturalne pozostają.
- Inflacja blisko celu, ale bez istotnego niedostrzelenia, pozwole EBC odeprzeć oczekiwania na cięcie stóp.

USA

- W roku wyborów do Kongresu, wzrost może być wyższy niż 2% ze względu na impuls fiskalny („dywidenda celna” US\$2tys. na gospodarstwo domowe, łącznie USD300mld) oraz luźniejszą politykę Fed pod kierownictwem nowego „gołębiego” prezesa, przy ochłodzeniu rynku pracy i powolnej dezinflacji.

Rynki finansowe

- Oczekujemy dalszych cięć stóp NBP do 3,25%. Będą one przeciwwagą dla aprecjacji PLN w 2026 roku. Na rynku POLGBs spodziewamy się wystromienia krzywej w ślad za cięciami stóp NBP i brakiem istotnej konsolidacji fiskalnej. Dopływ płynności pomoże finansować rekordowe potrzeby pożyczkowe.

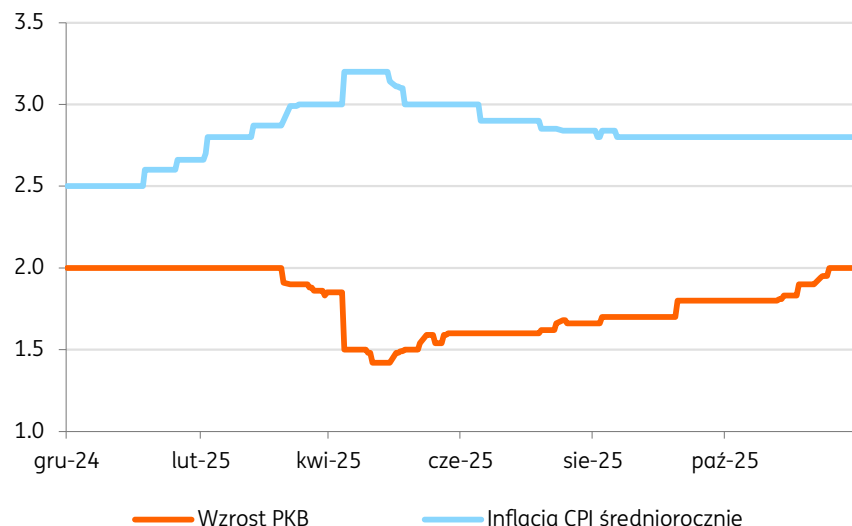
Aktualizacje prognoz na: <https://think.ing.com/forecasts/>

Gospodarka światowa

USA: Oczekiwania na solidny wzrost PKB i dezinflację

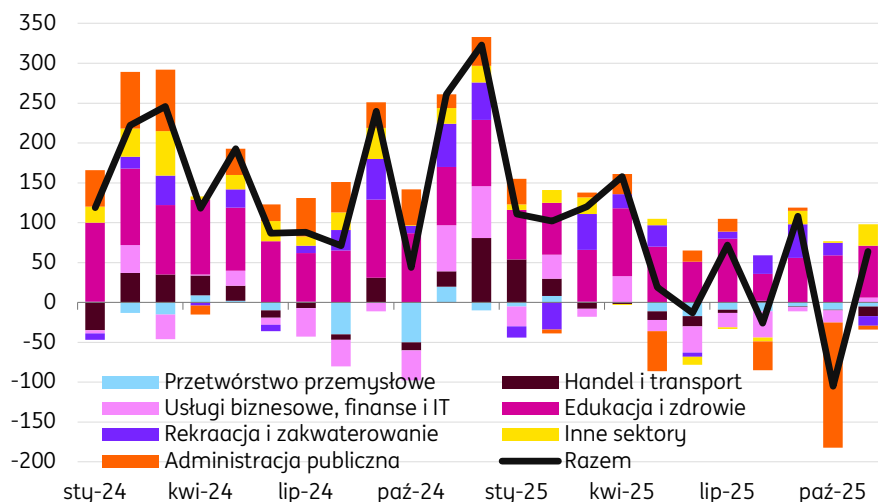
Głębsze cięcia stóp po zmianie prezesa Fed w 2026

Konsensus prognoz PKB i inflacji CPI w USA na 2026 rok, %



Źródło: Bloomberg.

Zmiana zatrudnienia wg payrolls, główne sektory, tys.



Źródło: Bureau of Labor Statistics, obliczenia ING.

- Prognozujemy, że w 2026 roku gospodarka amerykańska będzie rosła w podobnym tempie, jak w 2025 (około 2%, z szansą na więcej). Rok 2025 stał pod znakiem dużej zmienności PKB, ale udało się uniknąć recesji pomimo chaotycznej polityki Trumpa w wielu obszarach (cła, ograniczenie podaży pracowników-migracji, rekordowo długi shutdown). Np. średnia stawka celną wzrosła z 2,5% do 30%, a potem spadła do 15%. Normalizacja aktywności gospodarczej w 2026 będzie związana z ustępowaniem negatywnego wpływu cel, wzrostem wydatków Amerykanów (efekt majątkowy dzięki rekordom giełdowym) czy wyścigiem firm technologicznych na inwestycje w AI. Ponadto może zadziałać stymulacja fiskalna - obniżki podatków oraz dywidenda celną rządu US\$300mld.
- Gospodarka USA doświadczy dezinflacji z 2,9%r/r w 1kw26 do 2,3%r/r w 4kw26 (średnia inflacja CPI 2,8% będzie zbliżona do br.). Na przełomie 2025-26 roku doszło do pogorszenia kondycji rynku pracy, na co wskazują ostatnie raporty payrolls, czy komponenty barometrów ISM. Wg nas, pozwoli to na dwa cięcia stóp Fed w 2026 tj. zgodnie z obecnymi wycenami rynkowymi.
- Fed prognozuje wyższy (2,3%) wzrost PKB w 2026, lecz przy niższym szacunku 1,7% w br. (przesunięcia wydatków z shutdownu i wzrost inwestycji w AI). Według prezesa Fed Powella miesięczne dane przeszacowują wzrosty zatrudnienia o 60tys., czyli faktycznie ubywa miejsc pracy. Stopa bezrobocia lekko wzrosła do 4,5%, bo przy niższej podaży pracy, spadł także popyt na pracę. W 2026 członkowie FOMC widzą tylko jedno cięcie stóp Fed. Przy ryzykach w dół dla obu celów podwójnego mandatu Fed, ostatnio przeważał rynek pracy.
- Ostrożność FOMC uzasadnia też możliwy impuls fiskalny. Choć kwotowania rynkowe wskazują obecnie na 50pb obniżek w 2026, to po wyborze „gołębiego” szefa Fed, inwestorzy mogą wyceniać znacznie głębsze cięcia.

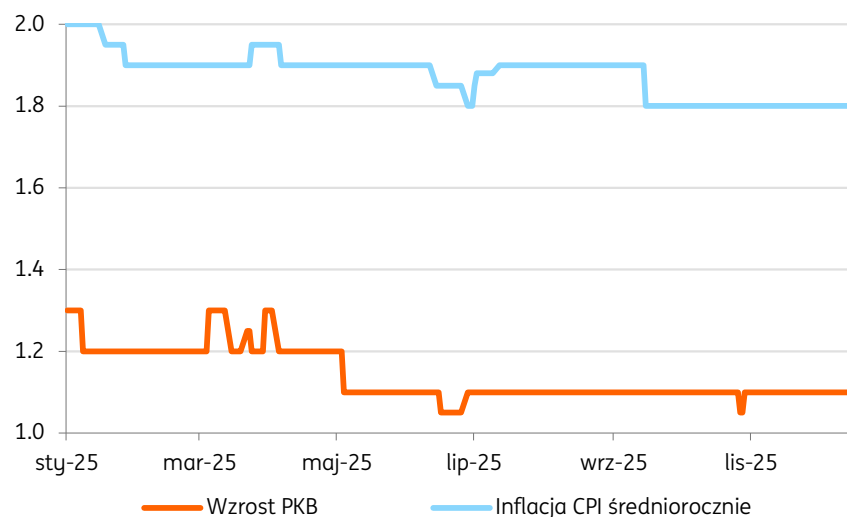
Strefa euro: Przyzwoity wzrost i inflacja bliska celu

W 2026 stopy procentowe EBC pozostaną w „dobrym miejscu”

Prognozy ING	2024	2025P	2026P	2027P
Wzrost PKB, w %				
Strefa euro	0,9	1,4	1,2	1,6
Niemcy	-0,5	0,2	0,9	1,9
Francja	1,2	0,8	0,9	1,2
Włochy	0,7	0,6	0,8	0,9
Hiszpania	3,0	2,9	2,2	2,2
Inflacja CPI, średniorocznie, w %				
Strefa euro	2,4	2,1	1,9	2,0
Niemcy	2,5	2,3	2,3	2,2
Francja	2,3	1,0	1,7	1,7
Włochy	1,1	1,7	1,6	1,9
Hiszpania	3,5	2,6	2,2	2,2

Źródło: <https://think.ing.com/forecasts/>

Konsensus prognoz PKB i inflacji w strefie euro na 2026, %



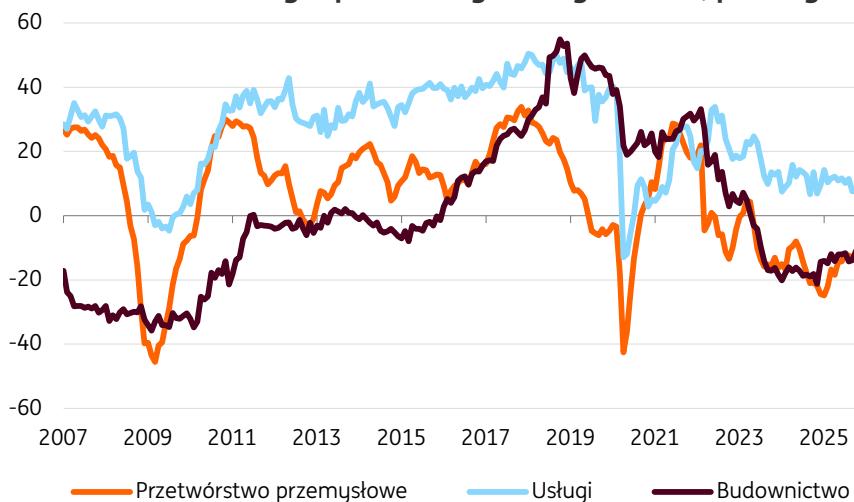
Źródło: Bloomberg.

- Gospodarka strefy euro utrzyma przyzwoite tempo wzrostu w 2026. Według naszych prognoz, wzrost PKB nieco spowolni do 1,2% w 2026 z 1,4% szacowanego w br. Przyspieszenie w br. było możliwe dzięki ożywieniu na Południu, lecz pomimo stagnacji w Niemczech i przy osłabieniu koniunktury we Francji (po igrzyskach w 2024). Po niedawnym epizodzie wysokiej inflacji, przy podwyższonej niepewności z powodu wojny w Ukrainie oraz pomimo cięć stóp procentowych EBC łącznie o 100pb w br., konsumenci utrzymują podwyższoną skłonność do oszczędzania, choć inwestycje firm odbiły o 2,5% w br. po spadku o 2,1% w 2024.
- Spodziewany wzrost konsumpcji publicznej i powolna odbudowa konsumpcji prywatnej będą wspierać koniunkturę w usługach. Potwierdzają to odczyty PMI w tym sektorze wyraźnie powyżej granicy 50pkt. w 2poł25, choć grudzień przyniósł lekki spadek do 52,6 z 53,6 w listopadzie. Aktywność w przemyśle pozostaje przytłumiona z PMI lekko poniżej 50 w ostatnich miesiącach roku, głównie za sprawą słabszych odczytów z Niemiec. Pomimo trudnego otoczenia zewnętrznego (wojna w Ukrainie, wojna handlowa, konkurencja z Chin), cykliczną ulgę przyniosły niższe ceny energii i niższe stopy EBC oraz przyspieszenie inwestycji publicznych, w tym zbrojeniowych, przy zbliżającym się deadline KPO. Do grudnia br. KE wypłaciła krajom UE €232mld z €358mld dotacji KPO (65%) oraz €146mld z €291mld pożyczek (50%).
- Przy przyzwoitym wzroście i inflacji blisko celu 2% (bez niedostrzelenia), stopy EBC pozostaną bez zmian 2026, (depozytowa 2%), po 4 obniżkach w 2025. W naszej ocenie, ryzyka dla inflacji i wzrostu w 2026 są zbilansowane, choć oczekiwania rynkowe ewoluowały w dół o około 0,2pp w 2poł25. Wbrew niedawnej opinii Schnabel z zarządu EBC, że kolejnym ruchem EBC będzie podwyżka stóp, w naszej ocenie niższy wzrost i niedostrzelenie celu inflacyjnego (silne euro, ew. opóźnienia we wdrażaniu wydatków zbrojeniowych) może wywołać dyskusję w Radzie Prezesów o złagodzeniu polityki pieniężnej.

Niemcy: Ożywienie dzięki inwestycjom publicznym

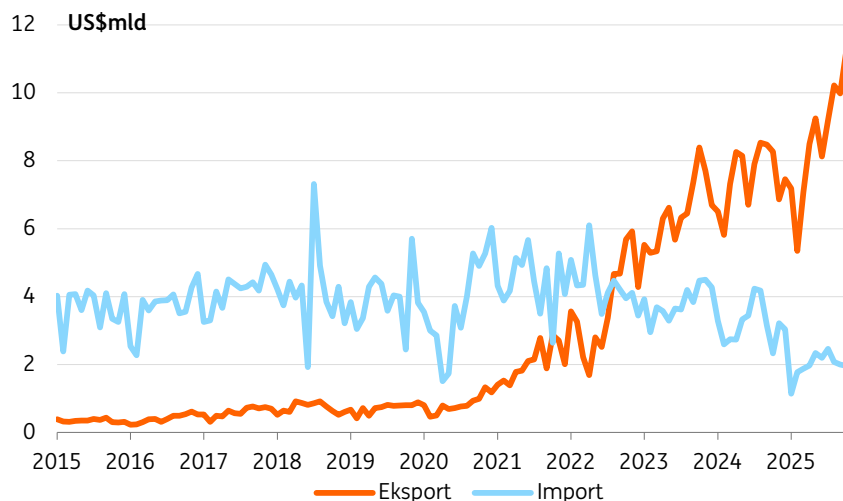
Chińska konkurencja głównym zagrożeniem dla koniunktury

Wskaźnik klimatu gospodarczego instytutu Ifo, punkty



Źródło: IFO.

Eksport i import samochodów osobowych w Chinach



Źródło: Macrobond.

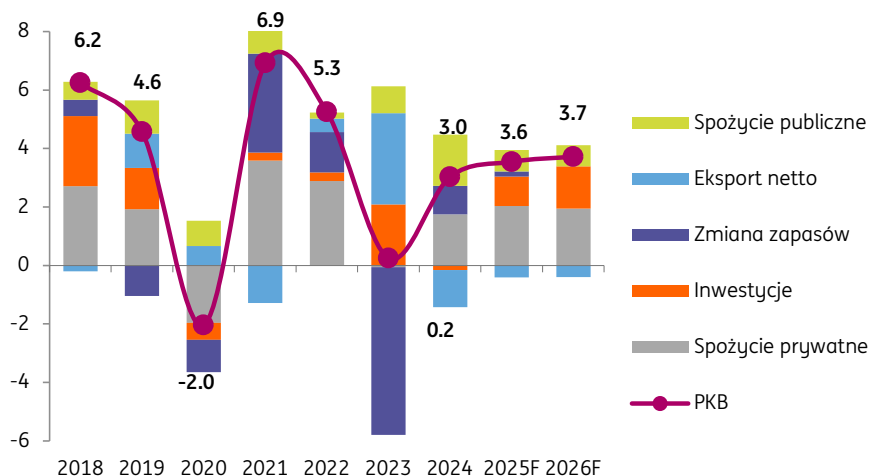
- Prognozujemy wyraźne ożywienie w gospodarce niemieckiej w 2026 i wzrost o 0,9% po stagnacji w 2025 (+0,2% w br.) i spadkach realnego PKB o 0,9% w 2023 i o 0,5% w 2024. Konsensus Bloomberga i prognoza Bundesbanku zakłada 0,7% wzrost w 2026, listopadowa prognoza Komisji Europejskiej była bardziej optymistyczna (1,2%).
- Jednak ostatnie dane pokazują, że gospodarka niemiecka jest wciąż targana przez przeciwstawne siły – generalnie pozytywne czynniki cykliczne, lecz także przez negatywne czynniki strukturalne. Nawet cykliczna poprawa w trakcie 2025, wynikająca z niższych cen energii i niższych stóp procentowych, normalizacji relacji z USA, czy uruchomienia fiskalnego pakietu stymulacyjnego nie przekonują, że gospodarka wkrótce wejdzie zdecydowanie na tory ożywienia. Świadczą o tym grudniowe odczyty barometrów koniunktury Ifo czy PMI (spadki w przetwórstwie i budownictwie, indeksy stagnacyjne) i osłabienie dobrej koniunktury w usługach. Ostatnie dane o zamówieniach i produkcji przemysłowej sygnalizują wyczekiwany początek cyklicznego ożywienia i wzrost wydatków zbrojeniowych, ale inne branże są pod presją. Gospodarstwa domowe wciąż cechuje podwyższona skłonność do oszczędzania w warunkach niepewności.
- Problemy strukturalne Niemiec dobrze obrazują spadki Niemiec w rankingach konkurencyjności (np. wskaźnik IMD), a wzmocniona przez cła Trumpa większa podaż chińskich produktów świadczy o konieczności przebudowy niemieckiego modelu wzrostu, który do tej pory był oparty na taniej energii i eksporcie. W ostatnich latach chińscy producenci coraz śміalej wchodzą na rynki dóbr konsumpcyjnych, o czym świadczy wzrost miesięcznego eksportu samochodów Chin do US\$11mld w 2025 z zaledwie US\$2mld w 2022. Z wielu rynków, w tym chińskiego, wypierani są producenci z Niemiec.
- Koalicyjny rząd kanclerza Merza ma stosunkowo niskie poparcie społeczne, toczą się spory między koalicjantami i wewnątrz partii, jak ostatnio ws. emerytur. Rząd deklaruje reformy i m.in. istotne obniżenie cen energii dla firm na 3 lata, ale brakuje szerszego planu.

Gospodarka krajowa

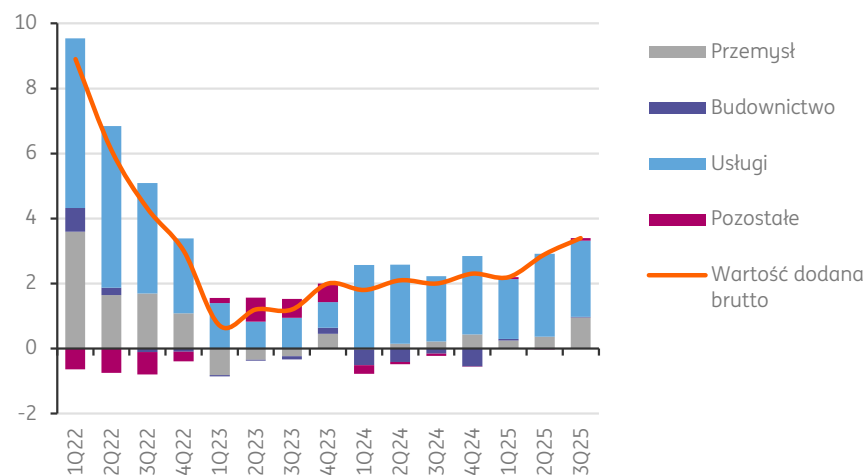
PKB: Wzrost blisko 4%, przy wsparciu inwestycji

Nietypowy cykl z niskim wkładem przemysłu, bez boomu konsumpcyjnego

PKB i jego struktura, %r/r, pkt. proc.



Wartość dodana brutto, %r/r, pkt. proc.



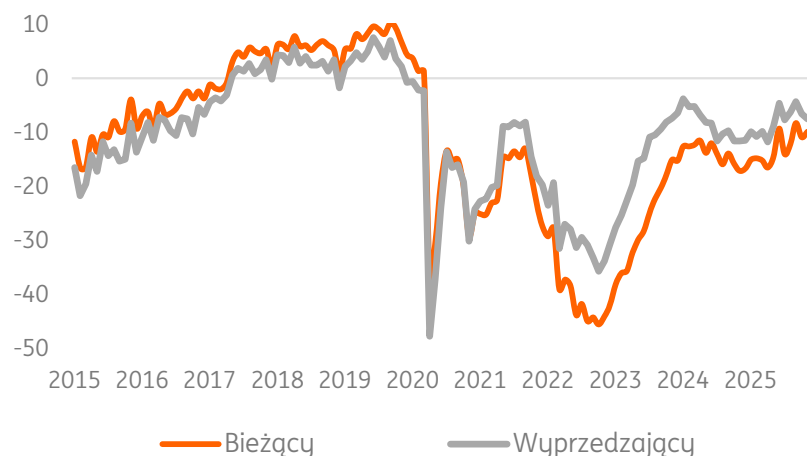
Źródło: GUS, Eurostat, ING,.

- Dalsze opóźnienie i kolejna rewizja Krajowego Planu Odbudowy (KPO) spowodowały, że **w 2025 nie zmaterializował się silny wzrost inwestycji**, a bardziej dynamiczne ich odbicie przesuwają się na rok 2026. Dotychczas wydatkowano PLN26,6mld dotacji z KPO.
- Niższy od oczekiwań wzrost inwestycji był w 2025 rekompensowany **dobrą formą konsumentów**. Szybszy od założeń spadek inflacji wspierał dochody gospodarstw domowych, a wzrost spożycia gospodarstw domowych w 2025 będzie najprawdopodobniej wyższy niż w 2024.
- W ujęciu sektorowym **za wzrost gospodarczy odpowiadały w ostatnich kwartałach w głównej mierze usługi**. W 2026 oczekujemy stopniowego odbicia w przemyśle i niewielkiego wsparcia ze strony pogrążonego w застоju budownictwa.
- **2026 rok** powinien być wreszcie **rokiem inwestycji**, czemu, obok wspomnianej intensyfikacji projektów z **KPO**, będzie sprzyjać także **niższy poziom stóp procentowych** w warunkach niskiego poziomu lewarowania przedsiębiorstw. Już w 2pół25 widoczne jest ożywienie akcji kredytowej.
- Rok 2026 jest ostatnim rokiem wypłat z KPO przez Komisję Europejską, a **Polska ma otrzymać jeszcze około €28mld w formie dotacji i pożyczek** (więcej na ten temat na następnym slajdzie). Ostatnia transza środków pojawi się w Polsce pod koniec 2026 i efektywnie może wspierać PKB jeszcze w 2027.
- W średnim okresie wsparciem koniunktury będą także projekty strukturalne realizowane z perspektywy finansowej UE na lata 2021-27. Dotychczas wypłacono nieco ponad 10% z puli, która musi zostać wydatkowana do końca 2029.
- W obecnym cyklu **Polska unika boomu konsumpcyjnego**.

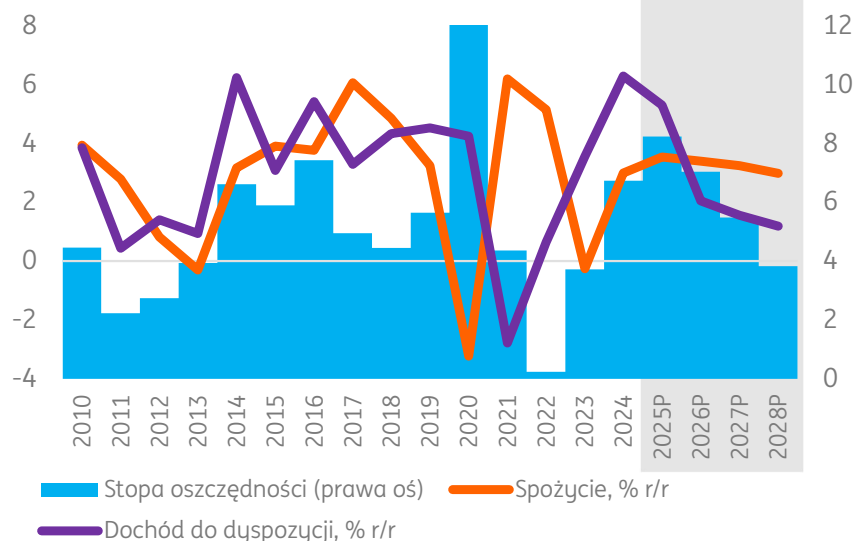
PKB: Solidna dynamika spożycia indywidualnego

Niższa dynamika dochodów do dyspozycji oznacza spadek stopy oszczędności

Wskaźniki ufności konsumenckiej, pkt.



Realne dochody do dyspozycji i konsumpcja, %r/r



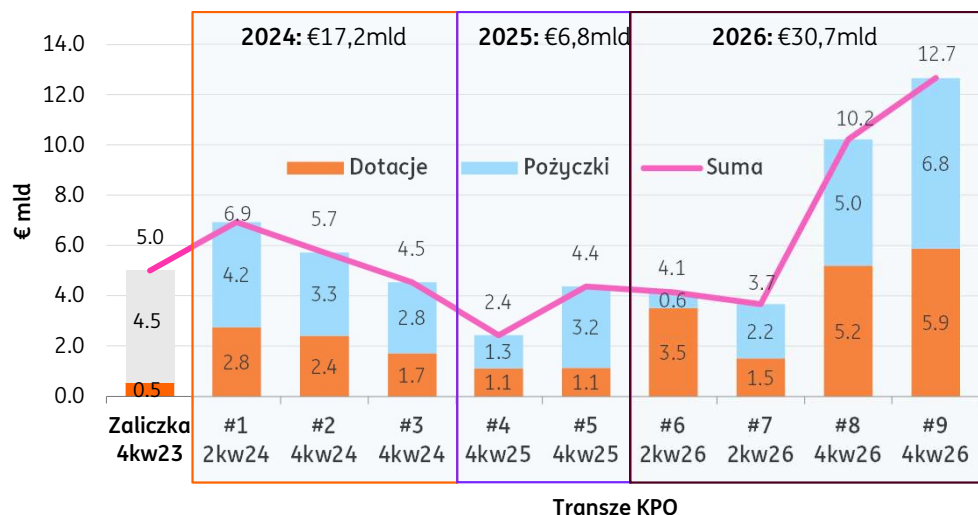
Źródło: GUS, Eurostat, ING.

- **Dynamika dochodów do dyspozycji w 2025r. utrzymała się na wysokim poziomie.** W 1pół. 25 wzrost nominalnych dochodów wyniósł 11,5% r/r, co wynikało z wysokiej dynamiki płac oraz uruchomienia programu „Aktywny Rodzic” (w 2pół24). Szacujemy, że dynamika w 2pół25 spowolniła do ok. 7%, zaś wzrost w całym roku wyniósł ok. 9%. Biorąc pod uwagę poziom inflacji, dynamika realnych dochodów wyniosła ok. 5%, tj. lekko poniżej rekordowego poziomu z 2024 (6,3%).
- **Dynamika spożycia indywidualnego w 2025 wyniosła ok. 4%,** tj. nieznacznie powyżej odczytu za 2024 (2,9%). Dane miesięczne o sprzedaży detalicznej wskazują, że w 2025 do wysokiego popytu na usługi dołączyły wydatki na towary trwałego użytku, w tym na samochody. Poprawa popytu konsumenckiego jest też odzwierciedlona przez rosnącą sprzedaż kredytów konsumenckich.
- **Pomimo wysokiej dynamiki konsumpcji nastąpił dalszy wzrost stopy oszczędności.** Wysoka dynamika dochodów do dyspozycji pozwoliła nie tylko opłacić rosnącą konsumpcję, ale umożliwiła też wzrost stopy oszczędności do historycznie wysokich poziomów (ok. 8% w 2025 wobec średniej z lat 2005-2024 wynoszącej 5,1%).
- **W najbliższych latach prognozujemy utrzymanie wysokiej dynamiki spożycia.** Spadek stóp procentowych, dobra sytuacja na rynku pracy oraz dobre nastroje konsumenckie są głównymi czynnikami dla naszej prognozy dalszego wzrostu konsumpcji (3,4% w 2026 i 3,3% w 2027). Istnieje ryzyko niższej dynamiki, szczególnie w przypadku wzrostu niepewności makroekonomicznej.
- **Utrzymanie dynamiki spożycia w kolejnych latach wymagać będzie spadku stopy oszczędzania.** Obniżenie dynamiki wynagrodzeń oraz zacieśnienie fiskalne, w tym brak nowych świadczeń społecznych, doprowadzą do spadku tempa wzrostu dochodów do dyspozycji w okolice 1-2%. Oznacza to, że dynamika konsumpcji w okolicach 3% skutkować będzie stopniowym spadkiem stopy oszczędności w kierunku wieloletniej średniej.

KPO: Kumulacja wypłat w 2026, ale niekoniecznie inwestycji

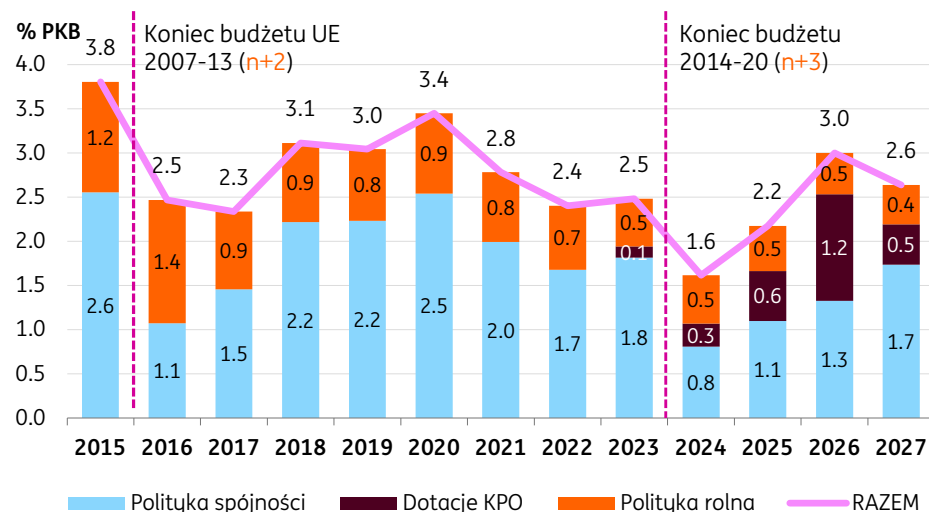
Polska otrzyma PLN160mld z KPO 4kw25-4kw26, środki będą wspierać PKB także w 2027

Przepływy kasowe dotacji i pożyczek z KPO do Polski, € mld



Źródło: Dokumenty KE, listopad 2025

Wykorzystanie unijnych dotacji przez beneficjentów, % PKB



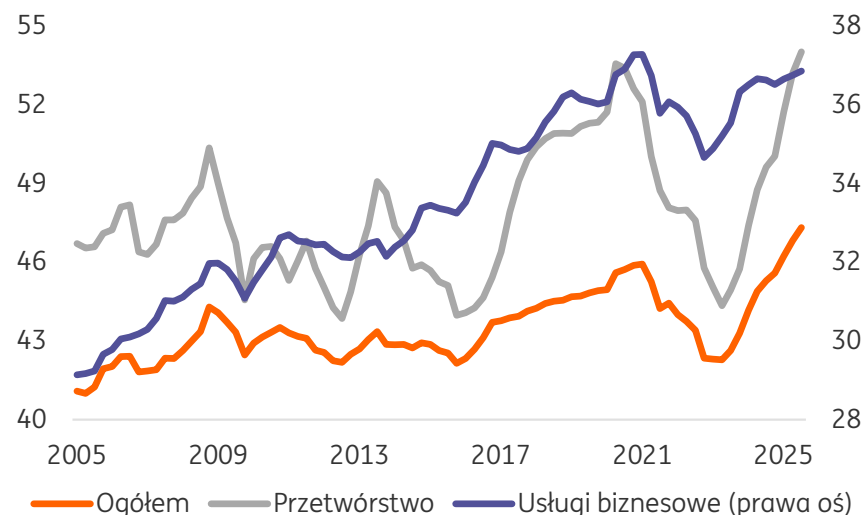
Źródło: Źródło: Dane KE, MF, NBP, prognozy ING.

- Napływ środków unijnych istotnie przyspieszy w 2026, co pozytywnie wpłynie na krajową konsumpcję i inwestycje, w szczególności sektora publicznego. Należy jednak rozróżnić szybkie efekty tych przepływów na rynek finansowy i FX od opóźnionego wpływu dotacji i pożyczek z KPO na gospodarkę.
- Jeśli chodzi o przepływy kasowe, to po trzeciej formalnej rewizji KPO w listopadzie, harmonogram zakłada łączne wypłaty Polsce €30,7mld w 2026, po korekcie o część zaliczki z 2023 będzie to ok. €28mld. Oznacza to 4,5-krotny wzrost wypłat z KPO dla Polski w porównaniu z 2025. MFiPR zapowiedziało złożenie zbiorczo wniosków #6 i #7 w grudniu 2025 (wypłata w 2kw26), wniosek #8 może zostać wysłany na wiosnę '26, a #9 na jesieni, co doprowadzi do kumulacji wypłat ponad €20mld na koniec '26.
- Spodziewamy się wzrostu konsumpcji i inwestycji w 2026 w oparciu o wszystkie dotacje unijne (bez pożyczek) i ich łączny wzrost o 0,8pp do 3,0%PKB w 2026. Zakładamy, że pomimo deadline'u na rozliczenie projektów z dotacji KPO w lecie '26, około 0,5%PKB z KPO zostanie wydane w 2027, co wygładzi rozkład przepływów środków unijnych w czasie (bez klifu w 2027).
- Dodatkowo, w 2026 i kolejnych latach dostępne będą preferencyjne pożyczki z KPO, których łączna wartość (€29,4mld) przewyższa wartość dotacji z KPO (€25,3mld), a ich wykorzystanie może być rozłożone na lata. Kwota PLN22,5mld z pożyczek z KPO zasiliła nowy Fundusz Bezpieczeństwa i Obronności, w tym m.in. PLN10mld wydatków samorządów na schrony oraz wydatki infrastrukturalne (impuls dla budownictwa).
- Kolejnym źródłem unijnego finansowania, przewyższającym pulę pożyczek z KPO i dostępnym w latach 2026-30 będą unijne pożyczki z programu SAFE, w którym Polska zawnioskowała o €43,7mld i deklaruje, że nawet 89% środków trafi do polskich firm produkcyjnych (współpraca z Ukrainą, Francją, Turcją i innymi). W 2026 Polska może otrzymać €6,6mld zaliczki z tego źródła.

Rynek pracy: Nie taki mocny

Historycznie wysoki udział kosztów pracy podkopuje konkurencyjność firm, spadek zatrudnienia w tej fazie cyklu pokazuje problemy

Udział kosztów pracy w wartości dodanej (% , średnia 4kw)



Plany przedsiębiorstw odnośnie zmian płac i zatrudnienia



Uwagi: Usługi biznesowe oznaczają sektory NACE G-N. Wskaźnik prognoz zatrudnienia opisuje różnicę w odsetku firm planujących zwiększenie/zmniejszenie zatrudnienia.

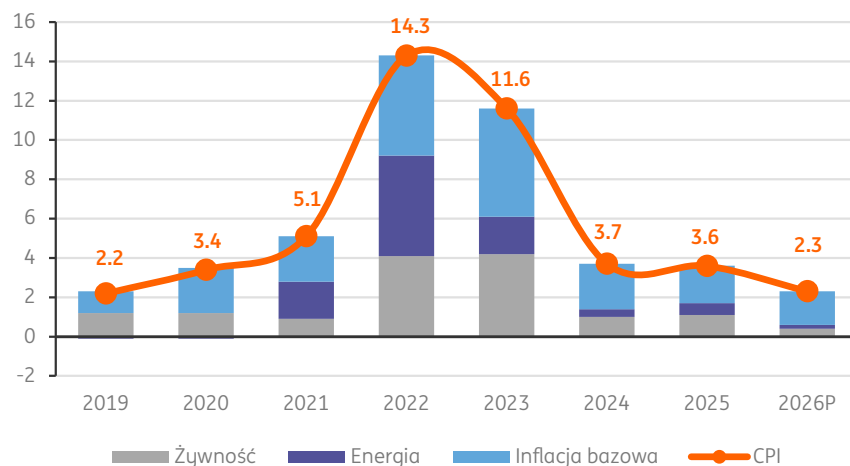
Źródło: Eurostat oraz Szybki Monitoring NBP (dane odsezonowane przez ING).

- **W 2025 nastąpiło istotne spowolnienie dynamiki płac.** Według GUS, dynamika przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej wyniosła 7,5%r/r (3kw25), zaś w sektorze przedsiębiorstw 7,1%r/r (XI'25). Jest to mocne wyhamowanie względem dwucyfrowych dynamik obserwowanych od 2022 r. Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła natomiast do 5,6% w X'25 z 4,9% X'24, m.in. ze względu na złagodzenie przepisów dotyczących warunków zachowania statusu bezrobotnego. Dane te sugerują ochłodzenie popytu na rynku pracy, co potwierdza też spadająca liczba ogłoszeń o pracę.
- **Stopa bezrobocia jest niska na tle krajów UE, wg BAEL** wynosi 3,2% (X'25) i jest dwukrotnie niższa niż w strefie euro (6,3%). Ale dynamika kosztów pracy (7,8% r/r w 3kw25) była natomiast znacznie powyżej odczytu dla Eurolandu (3,3% r/r).
- **Skumulowane wzrosty wynagrodzeń z ostatnich lat sprowadziły udział kosztów płacowych w wartości dodanej do najwyższych poziomów od dwóch dekad.** Jest to odzwierciedlone przez niską rentowność firm oraz wyniki ankiet wśród przedsiębiorstw, wskazujące na problemy z wysokimi kosztami pracy. To podkopuje konkurencyjność firm, trwają zwolnienia w zaawansowanej fazie cyklu gospodarczego, przy dużym udziale cięć zatrudnienia w przemyśle, który ma problemy z konkurencyjnością i redukuje zatrudnienie. **Co ciekawe liczba ofert pracy załamała się i spada r/r od połowy 2025 roku.**
- **W 2026 r. oczekujemy spadku dynamiki płac do poziomów spójnych z celem inflacyjnym.** Za takim scenariuszem przemawia niewielki wzrost płacy minimalnej (o 3% w 2026) oraz ograniczona przestrzeń w firmach na dalsze podwyżki, o czym świadczy m.in. spadający odsetek firm planujących wzrost płac. Prognozujemy, że średnioroczna dynamika płac w przedsiębiorstwach wyniesie 5,5% w 2026 r. oraz 5,0% w 2027 r. Odnośnie do zatrudnienia, w warunkach wzrostu aktywności gospodarczej oraz spadającej liczby osób aktywnych zawodowo (zmiany demograficzne) prognozujemy, że w latach 2026-2027 stopa bezrobocia BAEL pozostanie stabilna w okolicach 3%.

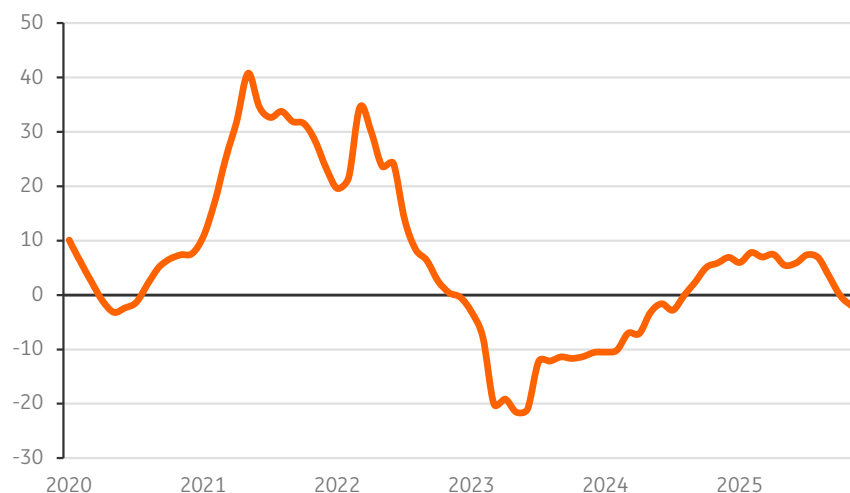
Rok 2026 pod znakiem niskiej inflacji

Ceny żywności i surowców energetycznych pozostaną relatywnie niskie

Inflacja CPI: struktura i prognozy ING



Indeks cen żywności FAO, %/r



- **Tempo spadku inflacji było w 2025 szybsze od oczekiwań.** W 2025 roku ustępowały szoki kosztowe z pandemii i wojny. W połowie roku wygasł także proinflacyjny wpływ częściowego odmrożenia cen energii z lipcu 2024. Dezinflacji w 2pół25 sprzyjały relatywnie niskie ceny żywności oraz spadek tempa płac. Ten ostatni czynnik pozwolił na wyhamowanie wciąż wysokiej inflacji usług i spadek inflacji bazowej. Spadały marże przedsiębiorstw. W okresie 1kw-3kw25 wynik przedsiębiorstw niefinansowych ze sprzedaży wzrósł o 2,8%/r, przy wzroście nominalnego PKB o 6,4%/r.
- Splot korzystnych czynników przełożył się w naszej ocenie na **spadek średniorocznej inflacji CPI w 2026 do 2,3%/r, tj. poniżej celu NBP (2,5%)**. Niskiej inflacji w 2026 będą sprzyjały: (1) korzystna sytuacja na rynku żywności, (2) brak istotnych podwyżek regulowanych cen energii, (3) spodziewane niskie ceny głównych surowców energetycznych na rynkach światowych przy osłabieniu US\$, (4) presja ze strony chińskiego importu, (5) dalsze spowolnienie tempa wzrostu płac, redukujące presję na ceny usług i inflację bazową.
- Z danych FAO wynika, że **na końcu sezonu 2025-26 zapasy zbóż są na rekordowo wysokim poziomie 925,5mln ton (+6,5%/r)**. Dostępność zbóż powinna sprzyjać niskim cenom pasz, a potem także mięsa. Prognozy ING zakładają **spadek ceny ropy Brent z US\$68 za baryłkę średnio w 2025 do US\$57 średnio w 2026**. Jednocześnie spodziewane jest osłabienie dolara US\$ o kolejne 3,5% w 2026 roku.
- Więcej na temat inflacji piszemy także w części o polityce monetarnej.

Źródło: GUS, Organizacja Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa (FAO).

Brak istotnej presji ze strony energii na wzrost cen w 2026

Nowe taryfy i opłaty jedynie nieznacznie podniosą przyszłoroczne rachunki

Składniki rachunku za energię elektryczną

	2025	2026	Δ
Energia elektryczna (PLN/kWh)	500	495,16	-1,0%
Opłaty dystrybucyjne (PLN)	-	-	~0%
Opłata mocowa* (PLN)	11,14	17,18	+54%
Opłata kogen. (PLN/MWh)	3	3	0%
Opłata OZE (PLN/MWh)	3,50	7,30	+109%
Opłata przejściowa (PLN)	0,33	Brak	-

*) Najczęściej stosowana stawka w oparciu o średnie zużycie (w 2024 wynosiło [1832 kWh](#) rocznie).

Cena gazu na TGE (następny dzień), PLN/MWh



Źródło: Urząd Regulacji Energetyki, Warszawska Giełda Towarowa (TGE), szacunki ING.

*) Najczęściej stosowana stawka w oparciu o średnie zużycie (w 2024 wynosiło 1832 kWh rocznie).

Rachunki za energię elektryczną w 2026

- Na rachunek za prąd składa się koszt energii elektrycznej, który w przypadku gospodarstw domowych jest uzależniony od taryfy Urzędu Regulacji Energetyki (URE) oraz opłat stałych i zmiennych, które stanowią ok. 50% wartości całego rachunku.
- W 2026 opłata mocowa wzrośnie o 54%, opłata OZE o ponad 100%, opłata kogeneracyjna pozostanie bez zmian, a opłata przejściowa zostanie zniesiona. Pozostałe opłaty (m.in. Przesyłowa, sieciowa) nie zmienią się istotnie.
- Zgodnie z decyzją URE z 17 grudnia taryfa na prąd zostanie obniżona do PLN495/MWh z obecnie zamrożonej ceny PLN500/MWh, a wszystkie pozostałe opłaty wzrosną o 7,6%.
- Szacujemy, że **przeciętny rachunek za prąd wzrośnie o ok. 3%.**

Rachunki za gaz ziemny w 2026

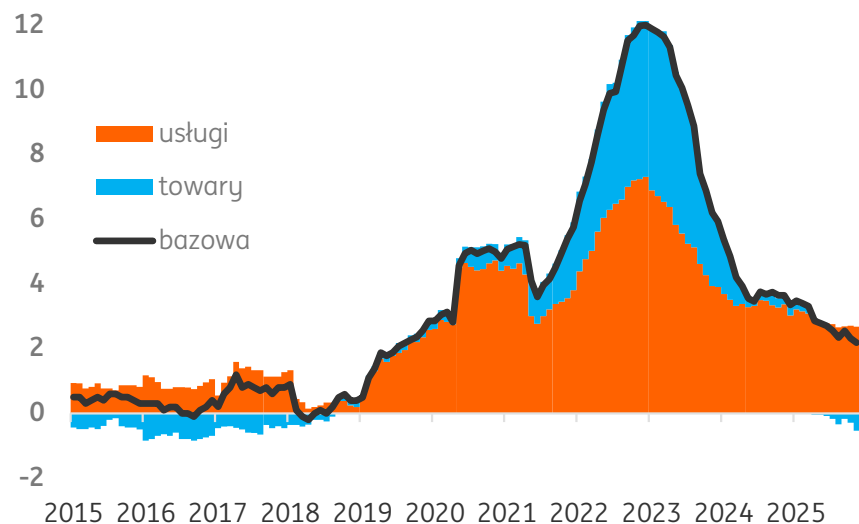
- Na rachunek za gaz także składa się cena samego paliwa oraz opłaty dystrybucyjne, przy czym ich udział w rachunku jest mniejszy niż przypadku energii elektrycznej.
- URE zatwierdził obniżkę opłat dystrybucyjnych w przypadku gazu o 1,7%, natomiast cena paliwa gazowego pozostanie od stycznia bez zmian na poziomie PLN204/MWh. Kontrakty na TGE na 2026 są w okolicach PLN135/MWh, więc widzimy miejsce na obniżkę taryfy w połowie 2026 roku
- Zakładamy, że **przeciętny rachunek za gaz spadnie o ok. 0,5%.**

Decyzje taryfowe URE oznaczają, że **wzrost cen nośników energii w styczniu 2026 będzie nieco niższy niż w styczniu 2025.** Powinno to znaleźć odzwierciedlenie w marcowej projekcji NBP.

Inflacja bazowa: kolejna faza dezinflacji

Do dóbr trwałego użytku dołączają także usługi, tendencja będzie kontynuowana w 2026 roku

Dekompozycja inflacji bazowej HICP r/r, w pp.



Dekompozycja inflacji bazowej HICP, XI'25

	Poziom	Waga	Wkład
Inflacja bazowa HICP	2.2	100.0	2.2
Towary	-1.1	49.6	-0.5
Towary trwałe	-5.3	15.2	-0.8
Towary półtrwałe	-0.5	14.4	-0.1
Towary nietrwałe	1.6	20.0	0.3
Usługi	5.3	50.4	2.7
Utrzymanie mieszkania	6.7	11.4	0.8
Rekreacja, naprawy i opieka	4.6	15.9	0.7
Transport	4.4	5.1	0.2
Komunikacja	4.6	3.2	0.1
Pozostałe	5.4	14.8	0.8

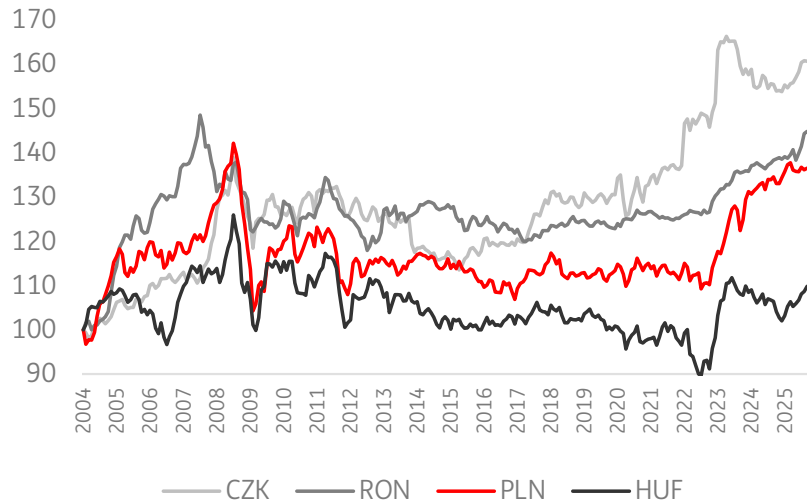
Źródło: Eurostat, GUS, obliczenia ING.

- W ostatnich dwóch latach nastąpił mocny spadek inflacji bazowej. W okresie III'23-XI'25 inflacja bazowa NBP obniżyła się z poziomu 12,3% r/r do 2,7%. W tym samym okresie inflacja bazowa HICP (która nie obejmuje wyrobów alkoholowych i tytoniowych) spadła z 11,6% do 2,2%. Spadek ten wynikał przede wszystkim z mocnego obniżenia się wkładu towarów (z +5,3pp do -0,5pp), ale także spadku wkładu usług (z 6,5pp do 2,7pp).
- Aktualny poziom inflacji bazowej stanowi mieszankę deflacji dóbr trwałego użytku, której źródłem jest import deflacji z Chin oraz podwyższonej inflacji usług, napędzanej przez dynamikę płac. Analiza składowych inflacji bazowej HICP w XI'25 (2,2% r/r) wskazuje, że tempo wzrostu cen towarów (-0,5% r/r) jest czynnikiem o silnym działaniu dezinflacyjnym i mocno odstaje w dół od innych komponentów. Z kolei inflacja usług jest wysoka (5,3% r/r) i działa odwrotnie. Tempo wzrostu cen usług jest równomiernie wysokie w podkategoriach, zaś dla towarów obserwowane jest silne zróżnicowanie pomiędzy podkategorią towarów nietrwałych (wzrost o 1,6% r/r), a inflacją dóbr trwałego użytku (-5,3% r/r!). Ta druga kategoria obejmuje towary, które są pod silnym wpływem konkurencji z Chin i obejmuje samochody, motocykle, sprzęt AGD, sprzęt RTV, meble i wyposażenie wnętrz, sprzęt sportowy czy instrumenty muzyczne. Wkład tej kategorii do inflacji bazowej HICP wynosi -0,8pp.
- W 2026 roku prognozujemy, że inflacja bazowa będzie kształtowała się w okolicach celu inflacyjnego a więc jeszcze spadnie i utrzyma się na niskim poziomie. Spadek tempa wynagrodzeń do około 5% spowoduje stopniowy powrót inflacji usług w okolice 3% r/r. Z drugiej strony przewidujemy, że aż tak wysokie tempo deflacji dóbr trwałego użytku będzie trudne do utrzymania w najbliższych latach. W Polsce spadek tej kategorii jest najmocniejszy w całej EU (średnio zaledwie -0,2% r/r) i był w ostatnim okresie możliwy m.in. ze względu na silne umocnienie złotego.

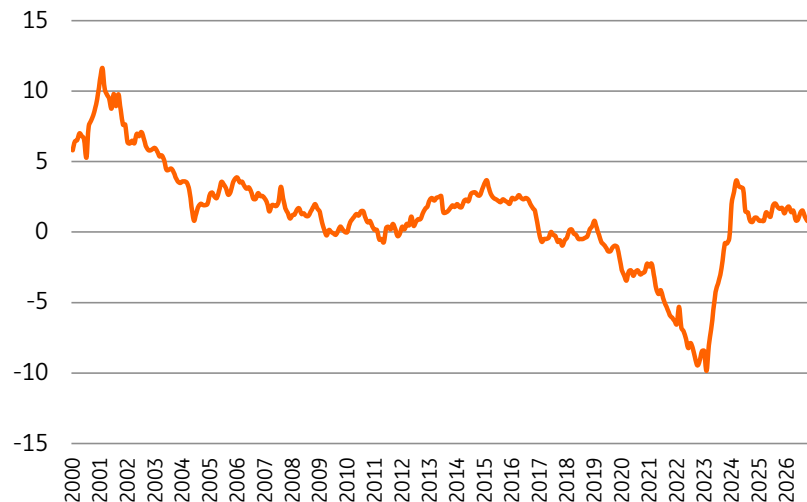
RPP: Cięcia stóp w trakcie nietypowego cyklu gospodarczego

Naszym zdaniem stopa referencyjna obniży się do 3,25% w 2026 roku

Największa realna aprecjacja PLN od lat 2004-09



Realna stopa procentowa, ex post



Źródło: NBP, ING

- W 2025 roku stopy procentowe spadły o 175pb, wbrew niejasnej i jastrzębiej komunikacji ze strony NBP. RPP dokonała rozluźnienia polityki pieniężnej ponieważ bieżąca inflacja okazała się niższa od oczekiwań. Naszym zdaniem to nie koniec „cyklu dostosowań polityki pieniężnej”. W 2pół25 odnotowujemy istotne złagodzenie nastawienia ekonomistów NBP, prezesa i Rady. Najniższe prognozy stopy NBP wg RPP to obecnie 3% vs 3,5% w połowie 2025 roku.
- Naszym zdaniem stopy procentowe NBP spadną do poziomu 3,25% i jest to poziom niższy od wyceny rynkowej (3,5%) oraz konsensusu w RPP (3,5-3,75%). Uważamy, że RPP nie dowierza, iż spadek inflacji bazowej oraz tempa płac z 4kw25 są trwałe i do utrzymania w 2026. Wielu członków RPP mocno polega na projekcji inflacji, a ta przez większość 2025 roku prezentowała nadmiernie pesymistyczny obraz inflacji. Dlatego Rada reaguje obniżkami na bieżące dane pokazujące spadek CPI. Materializacja naszego scenariusza, z CPI poniżej celu NBP przez większość 2026 roku, przyniesie dalsze luzowanie.
- Widzimy kilka czynników, które powodują, że inflacja pozostanie niska, mimo solidnego wzrostu PKB na tle UE. 1) Polska notuje niższe tempo PKB niż w przeszłości, a dodatkowo gospodarka unika boomu konsumpcyjnego, inaczej niż w ostatnich latach. 2) Ostrożna polityka dochodowa (3% wzrost pensji minimalnej vs ~20% w 2023-24, brak nowych świadczeń socjalnych w 2026 roku) nie pozwala na tak łatwe podnoszenie cen, jak w latach 2022-25. 3) Obecny cykl ma niską pracochłonność, a ważnym motorem wzrostu PKB są nowoczesne (mało pracochłonne) usługi, a nie przemysł. Ten boryka się z presją niskich marż i pogorszeniem konkurencyjności, co także oznacza spadek tempa płac w 2026 roku do około 5,5%. To poziom zgodny z celem inflacyjnym NBP. 4) Presja konkurencyjna z Chin jest większa niż w latach wcześniejszych. 5) Restrykcyjność polityki pieniężnej jest wyższa niż sugeruje realna stopa, bo realna aprecjacja PLN jest największa od lat 2004-08. Naszym zdaniem zagrożeniem dla utrzymywania niskiej inflacji w 2026 roku mogłyby być boom inwestycji publicznych z KPO, ale nie widzimy super kumulacji, bo transza KPO z 4kw26 będzie rozdysponowana częściowo w 2027.

Nierównowaga fiskalna pozostanie wysoka

Deficyt sektora finansów publicznych (GG) w 2026 spadnie tylko nieznacznie

Źródła wzrostu deficytu sektora GG, % PKB

Wynik sektora general government w 1pół24	-3,7
WYDATKI	-1,3
Świadczenia społeczne	-0,8
Wynagrodzenia w sektorze publicznym	-0,3
Pozostałe	-0,2
DOCHODY	0,1
Podatki od produkcji i importu	-0,9
Składki na ubezpieczenia społeczne	0,5
Podatki od majątku i dochodów	0,3
Pozostałe	0,2
Wynik sektora general government w 1pół25	-5,0

Plany konsolidacyjne rządu, % PKB

	2026
VAT	0,07
Wprowadzenie obowiązku wystawiania e-faktur (system KSeF)	0,05
Objęcie systemem SENT przewozu betonu gotowego do wylania	0,02
AKCYZA	0,20
Mapa drogowa akcyzy na lata 2022-27	0,07
Aktualizacja mapy drogowej akcyzy na produkty tytoniowe	0,09
Aktualizacja mapy drogowej akcyzy na napoje alkoholowe	0,04
CIT	0,16
Podwyższenie stawki CIT dla banków	0,16
PIT	0,28
Utrzymanie parametrów skali podatkowej w PIT (zamrożone progi)	0,28
POZOSTAŁE	0,13
SUMA	0,84

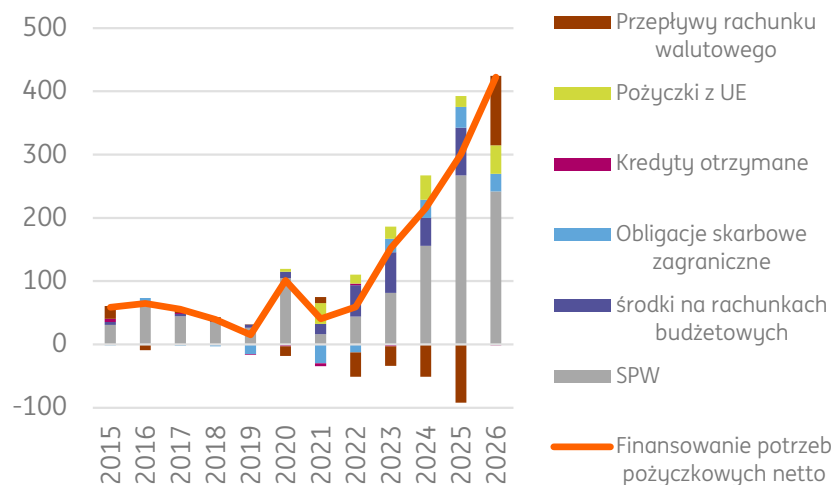
Źródło: Eurostat, ING, Ministerstwo Finansów.

- Rok 2025 przyniósł **dalsze pogorszenie kondycji finansów publicznych**. Wprawdzie udało się uniknąć nowelizacji ustawy budżetowej, jednak deficyt sektora *general government* będzie zbliżony do 7% PKB, podczas gdy rząd wcześniej szacował nierównowagę w 2025 na 5,7% PKB.
- Porównanie 1pół25 z 1pół24 wskazuje, że **do pogorszenia wyniku sektora przyczynił się głównie wzrost wydatków** (1,3% PKB), w tym przede wszystkim świadczeń społecznych (0,8% PKB) oraz wydatków na wynagrodzenia (0,3%).
- Główne działania konsolidacyjne w budżecie na 2026:**
 - ❑ wyższy CIT dla banków: PLN6,5mld
 - ❑ dodatkowa podwyżka akcyzy na alkohol: PLN1,8mld*
 - ❑ podwyżka opłaty cukrowej: PLN1,3mld*
 - ❑ opłata reprograficzna: PLN0,2mld
 - ❑ wyższy podatek PIT od wygranych: PLN0,1mld.*
- OGÓŁEM: ~PLN10mld** *) zawetowane przez prezydenta
- Ustawa na 2026 przewiduje deficyt** budżetu państwa w wysokości **PLN271,1mld**, czyli nieznacznie tylko niższym niż PLN288,8mld planowanych na 2025, mimo braku dodatkowych kosztów z tytułu wykupu obligacji BGK i PFR, które podbiły deficyt w tym roku o ponad PLN60mld.
- Prognozujemy deficyt sektora GG w 2025 na 7,0% PKB, a w 2026 na 6,5% PKB.** Kalendarz wyborczy (wybory parlamentarne w 2027) i trudna kohabitacja prezydenta z obecną koalicją rządową utrudniają niezbędną konsolidację.
- Wysokie deficyty przełożą się na **szybkie narastanie długu** sektora *general government*, który na koniec 2026 szacujemy na 66,8% PKB. Około 1,3% PKB przyrostu będzie generowane przez część pożyczkową funduszy europejskich.

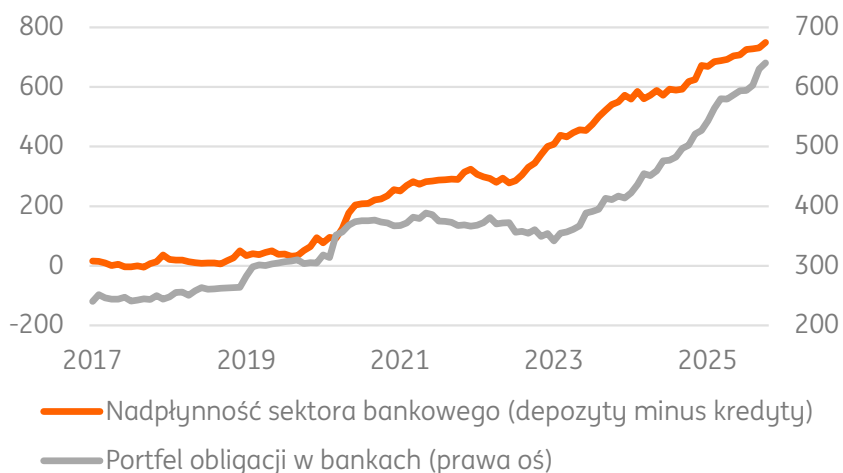
Potrzeby pożyczkowe w 2026 pozostaną wysokie

Nie zakładamy jednak większych problemów z ich realizacją

Finansowanie potrzeb pożyczkowe netto budżetu, mld PLN



Portfel banków w POLGBs a nadpłynność sektora (mld PLN)



Źródło: ING, Ministerstwo Finansów.

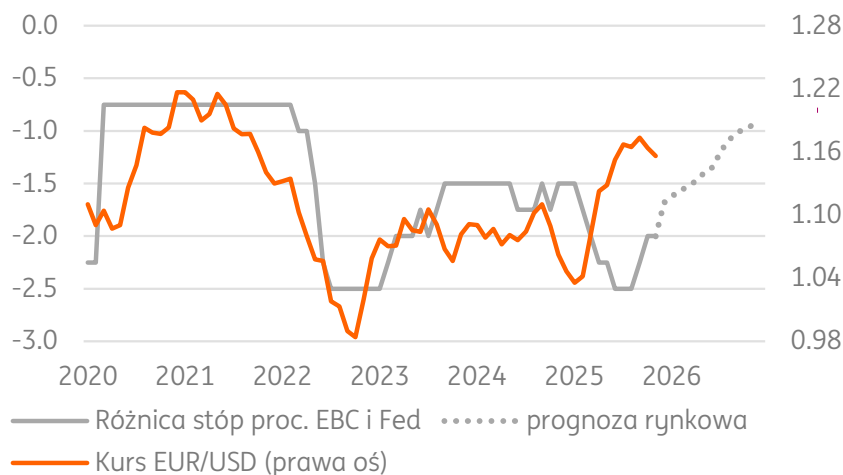
- Potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa na przyszły rok szacowane są na niemal PLN423mld (około 9% PKB). Warto jednak zauważyć, iż potrzeby pożyczkowe netto z uwzględnieniem budżetu środków europejskich (głównie KPO) wyniosą „tylko” około PLN300mld w 2026 i będą bliskie skorygowanemu w dół planowi potrzeb pożyczkowych netto na 2025 rok, również na poziomie PLN300mld. Potrzeby pożyczkowe brutto w 2026 roku wyniosą ok. PLN690mld.
- Według MinFin poziom prefinansowania potrzeb na 2026 ma sięgnąć 25% tj. blisko średniej ostatnich lat. Uwzględniając wyłącznie odkup na przetargach zamiany obligacji zapadających w 2026, prefinansowanie potrzeb pożyczkowych póki co wypada jednak dość skromnie. Mimo, iż za nami ostatni grudniowy przetarg zamiany, to drugi składnik prefinansowania, czyli poziom płynnych środków na rachunkach budżetowych na koniec tego roku, będzie uzależniony od sytuacji budżetowej w grudniu 2025. Mimo, iż potrzeby pożyczkowe netto w 2026 będą zbliżone do 2025, to jednak ich realizacja może okazać się nieco trudniejsza zważywszy na spodziewany przez nas **mniejszy zakres oszczędności netto w sektorze bankowym**. Banki pozostają głównym nabywcą polskiego długu. W warunkach spadających stóp procentowych, przyspieszającej akcji kredytowej, dodatkowego opodatkowania w 2026, banki będą kupowały obligacje z mniejszym apetytem. Nie oczekujemy przy tym przebudzenia inwestorów zagranicznych, których udział w POLGBs pozostaje rekordowo niski. Takie wnioski płyną z naszej ostatniej wizyty w UK. W 2026 MinFin przeniesie ciężar emisji na krótsze papiery, wykorzystując. Kluczowym wsparciem dla POLGBs będzie ogromny napływ nowych środków z UE do MinFin, z KPO, funduszy spójności oraz programu SAFE.

Rynki finansowe

USD: Osłabienie dolara będzie kontynuowane w 2026 roku

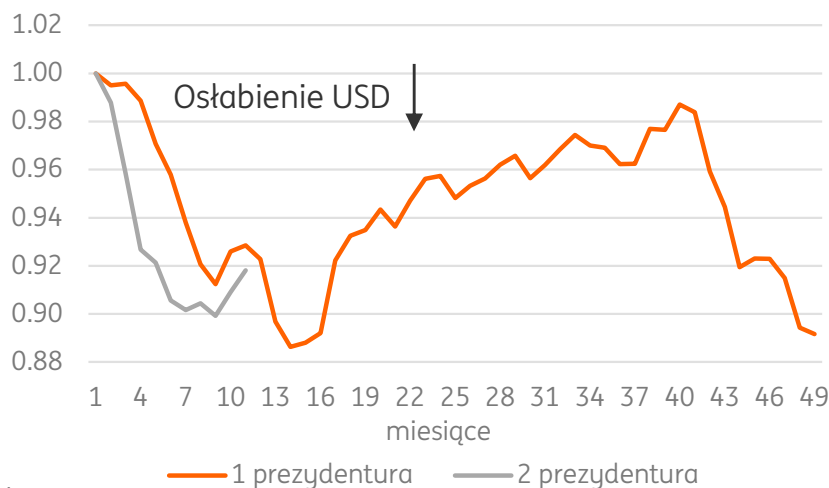
Podstawą przeceny USD będzie różnica perspektyw polityk pieniężnych Fed i EBC

Dywergencja polityk pieniężnych ECB i Fed źródłem zmian €/US\$ zwłaszcza w świetle ryzyk



Źródło: Macrobond

Zmiana indeksu dolarowego za prezydentury D.Trumpa (początek prezydentury = 1)



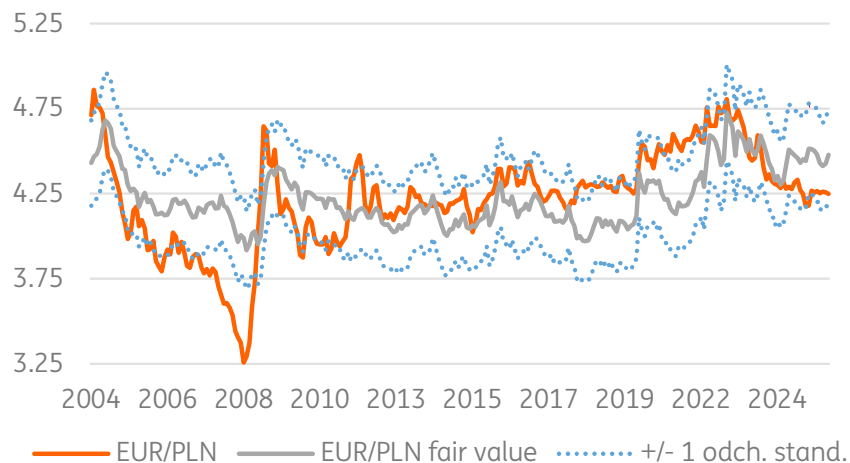
Źródło: Macrobond

- Druga połowa br. przyniosła zdecydowanie mniejszą zmienność kursu €/US\$ niż pierwsze miesiące 2025, gdy dolar pozostawał pod presją w związku z erozją zaufania do amerykańskiej waluty pod rządami D.Trumpa. W przyszłym roku spodziewamy się wzrostu notowań €/US\$. Głównymi argumentami przemawiającymi za wyższą €/US\$ będą: 1) dywergencja w perspektywach polityki pieniężnej Fed (cięcia stóp procentowych) i Europejskiego Banku Centralnego (stabilizacja kosztu pieniądza), 2) poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, w tym oczekiwane odbicie koniunktury w Niemczech pod wpływem spodziewanego impulsu fiskalnego. **Naszym zdaniem skala możliwego wzrostu €/US\$ to poziom 1,22.**
- W 2026 różnice w działaniach Fed i EBC uwypuklić mogą zmiany członków Fed, w tym te rotacyjne. Najważniejszą z nich będzie jednak nowy prezes Fed od maja 2026 roku. Niewykluczone, iż kandydat Trumpa na to stanowisko wykaże – zgodnie z wolą prezydenta – gołębie nastawienie, co byłoby negatywnym scenariuszem dla dolara.
- Ryzyka dla naszego scenariusza dotyczą przede wszystkim możliwych dalszych opóźnień w implementacji luzowania fiskalnego w Niemczech, co podkopałoby oczekiwania wzrostu PKB w strefie euro. Z kolei słabość dolara przerwać mogą pomysły prezydenta USA dotyczące m.in. przekazania dodatkowych funduszy Amerykanom (pomysł dywidendy celnej). Tym bardziej, iż zbliżające się wybory do Kongresu (mid-term) w USA w listopadzie 2026 rodzić mogą chęć rozbudowy wsparcia fiskalnego. Źródłem zmienności €/US\$ w 2026 będą także aspekty geopolityczne tj. przebieg wojny w Ukrainie, negocjacje handlowe z Chinami (umowa na eksport metali ziem rzadkich), ale i stabilność rządu Francji.

PLN: Złoty udowodnił w tym roku swoją wysoką odporność

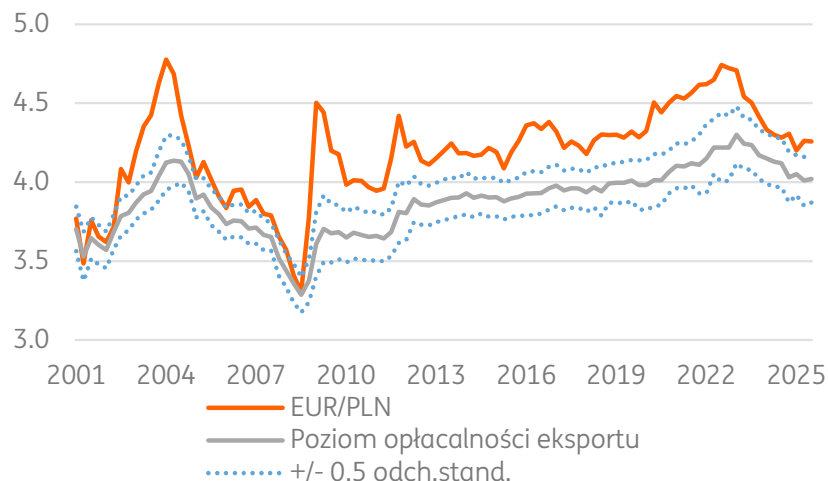
Możliwy powrót kapitału na rynki wschodzące, po straconej dekadzie.

Model fair value €/PLN wskazuje na niewielką przestrzeń do umocnienia złotego



Źródło: ING, Macrobond

€/PLN zbliża się do poziomu opłacalności eksporterów



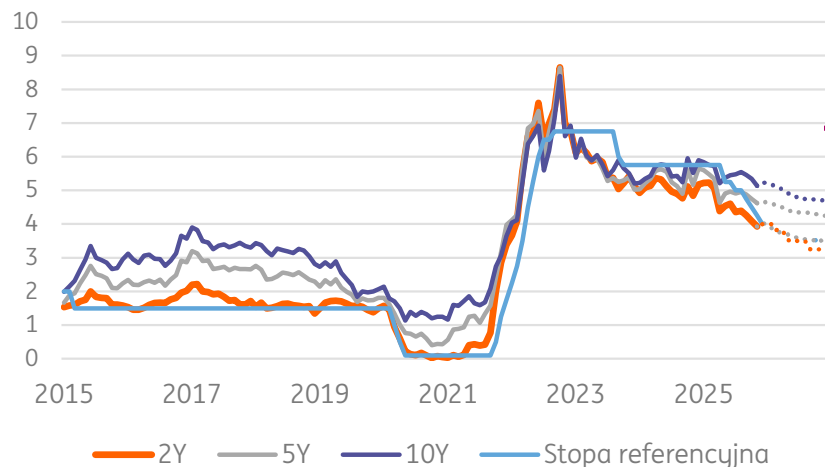
Źródło: NBP, Macrobond

- Przez zdecydowaną większość 2025 roku kurs €/PLN pozostawał stabilny poruszając się w przedziale 4,23 – 4,30. Co ciekawe, wycena polskiej waluty pozostawała relatywnie odporna na ruchy €/US\$, jak również czynniki lokalne (rewizja w dół perspektywy ratingu Polski przez Fitch i Moody's, rosyjskie prowokacje militarne, czy pogorszenie perspektyw fiskalnych). W naszej ocenie także i 2026 rok może być okresem stosunkowo niewielkiej zmienności złotego, choć czynniki geopolityczne (Ukraina) mogą tą tezę zburzyć.
- Naszym zdaniem mimo, iż argumenty przemawiające za aprecjacją złotego są zdyskontowane, to wciąż decydują o sile polskiej waluty. Należą do nich 1) wyraźnie lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce na tle państw regionu i całej UE, 2) napływ środków europejskich budujących poduszkę płynnościową Ministerstwa Finansów, 3) wciąż pozytywne carry trade mimo złagodzenia postawy Rady Polityki Pieniężnej, 4) aktywność BGK na rynku FX w sytuacjach stresu rynkowego, 5) oczekiwany wzrost kursu €/US\$ i powrót napływów kapitału na rynki wschodzące. **W 2026 roku oczekujemy, iż kurs €/PLN koncentrować się będzie w przedziale 4,15 – 4,30** wobec 4,02 wskazywanym obecnie przez NBP jako poziomu opłacalności eksportu.
- Mimo, iż nasz model ekonometryczny kursu €/PLN wskazuje na ograniczoną przestrzeń do zniżki, to wiele zależeć będzie od przebiegu wojny w Ukrainie. Scenariusz porozumienia pokojowego stanowiłby czynnik wspierający złotego. Istotny będzie również przebieg wyborów parlamentarnych na Węgrzech. Wynik może decydować o zainteresowaniu forintem a pośrednio i złotym w ramach koszyka CEE. Złoty pozostanie ponadto wrażliwy na kwestie kohabitacji rządu i prezydenta, skali cięć stóp procentowych w Polsce, napływu kapitału zagranicznego oraz wojny hybrydowej Rosji z UE.

FI: Oczekujemy spadku rentowności POLGBs

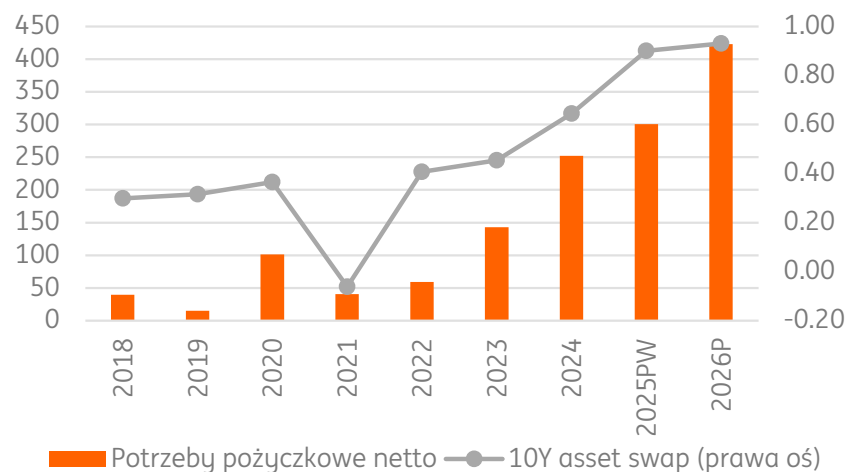
Kontynuacja cięć stóp proc. może przybrać silniejszy wymiar niż bieżące oczekiwania

Spodziewamy się wyłuszczenia krzywej w 2026 roku



Źródło: Macrobond, ING

Ryzyko fiskalne ograniczy spadek dochodowości POLGBs



Źródło: MinFin, ING

- Mijający rok przyniósł dość solidne spadki dochodowości wzdłuż całej krzywej. Głównym źródłem presji na niższą rentowność była zmiana nastawienia Rady Polityki Pieniężnej, która rozpoczęła „niecykl” cięć stóp procentowych rzędu 175pb. Mimo, iż rekordowo wysokie potrzeby pożyczkowe były wyzwaniem dla Ministerstwa Finansów, to zostały one sfinansowane dzięki popytowi ze strony sektora bankowego oraz napływu środków unijnych.
- W 2026 roku oczekujemy kontynuacji spadków dochodowości POLGBs**, choć w skromniejszym zakresie niż w bieżącym roku. Kontynuacja obniżek kosztu pieniądza pozostanie nadrzędnym argumentem przemawiającym za spadkiem rentowności. **Tym bardziej, iż nasza prognoza docelowej stopy procentowej NBP (3,25%) jest poniżej oczekiwań rynkowych.** Skalę spadków rentowności długiego końca krzywej będą jednak ograniczać 1) kolejne rekordowo wysokie potrzeby pożyczkowe na 2026 rok (tradycyjnie skoncentrowane w 1kw), 2) wątpliwa istotna konsolidacja fiskalna, 3) wpływ rynków bazowych, w szczególności trendy wzrostowe niemieckiej krzywej. W efekcie głębszych spadków dochodowości spodziewamy się na 2-letnich obligacjach, co skutkować będzie wystromieniem krajowej krzywej.
- Mimo, iż spread polskiej i niemieckiej 10-latki sięgnął najniższego poziomu od ponad czterech lat (235pb) to zakładamy jego dalszą kompresję w ślad za różnicą w perspektywach polityki pieniężnej RPP i Europejskiego Banku Centralnego. Czynnikiem stabilizującym wycenę POLGBs w 2026 roku w sytuacji zawirowań rynków bazowych będą 1) historycznie niski udział inwestorów zagranicznych w polskim długu oraz 2) ogromny napływ nowych środków z UE do MinFin, z KPO, funduszy spójności oraz programu SAFE. Środki wymieniane są poza rynkiem, co zwiększa bazę monetarną oraz utrzyma nadpłynność sektora pomimo widocznego ożywienia kredytowego.

Perspektywy średniookresowe

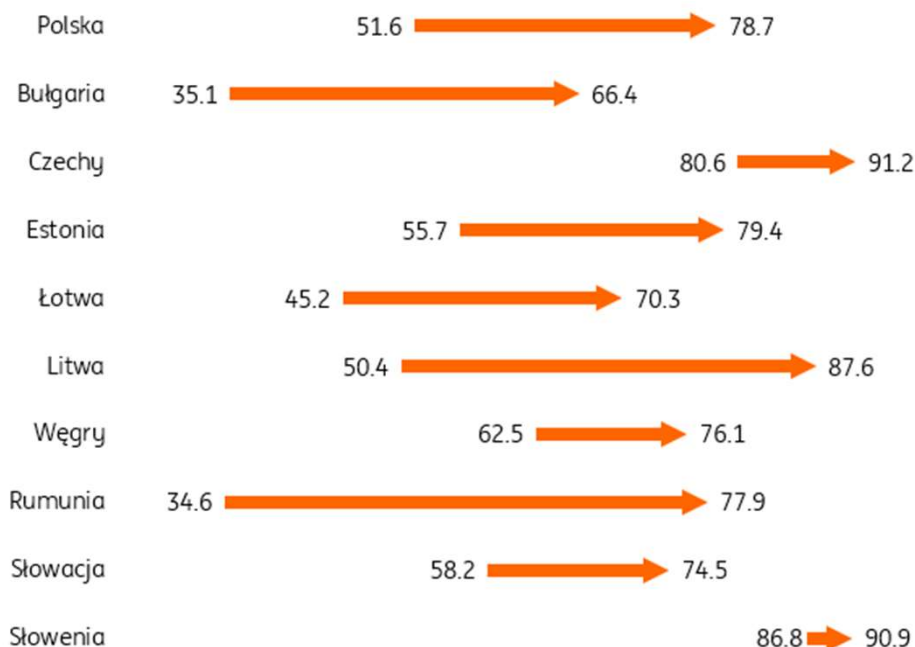
Od ciężkiej do bardziej produktywnej pracy



Gospodarczy sukces Polski

Wzrost PKB per capita możliwy dzięki ciężkiej pracy

PKB per capita w PPS, % średniej EU27
(2024 vs 2004)



PKB na przepracowaną godzinę w PPS, % średniej EU27

	CZ	HU	PL	RO
2004	69.5	60.8	50.8	31.6
2024	79.1	71.2	66.4	73.6

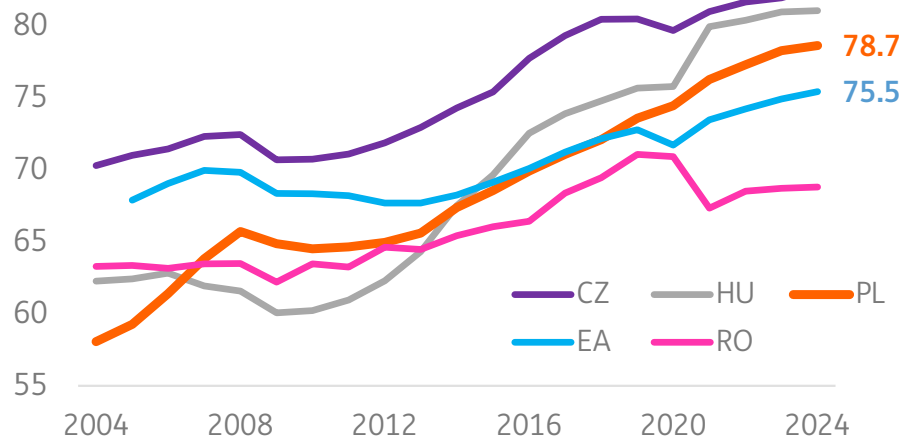
Źródło: Eurostat, AMECO.

- W 2025 roku **Polska była często wymieniana jako przykład sukcesu gospodarczego**. Głównym argumentem jest to, że na przestrzeni ostatnich dwóch dekad poziom PKB *per capita* w Polsce bardzo zbliżył się do przeciętnego poziomu unijnego. Zmiana poziomu tego wskaźnika z 51,6% w 2004 do 78,7% w 2024 była wyższa niż w większości krajów regionu Europy Środkowej i ustępowała jedynie dynamice w Bułgarii, Litwie i Rumunii.
- Symbolem naszego sukcesu jest okładka czasopisma „The Economist” z maja 2025 r. zatytułowana „**The remarkable rise of Poland**”. The Economist podkreśla, że sukces Polski wynika z właściwej polityki gospodarczej, zdolności adaptacji i niezrównanej etyce pracy. W naszej opinii, spektakularny wzrost w dużej mierze wynikał z poprawy jakości instytucji tworzących warunki działalności gospodarczej, w dużej mierze wynikający z przystąpienia do UE, napływu środków unijnych i zagranicznych inwestycji (zob. [Polska 20 lat w UE: Instytucje ważniejsze od funduszy](#)).
- Od strony podażowej, **szybka konwergencja PKB *per capita* była możliwa dzięki wzrostowi wykorzystania zasobów pracy**, tj. wzrostu liczby osób aktywnych zawodowo, spadku stopy bezrobocia oraz utrzymania wysokiej liczby przepracowanych godzin na zatrudnionego. Konwergencja realna w ujęciu PKB na przepracowaną godzinę była mniej wyrazista: obserwowany był wzrost z 50,8% średniej unijnej w 2004 do 66,4% w 2024.
- Ze względu na ograniczone wolne zasoby na rynku pracy, kontynuacja konwergencji realnej w oparciu o dotychczasowy model będzie utrudniona. W naszej opinii **w kolejnych latach źródłem wzrostu mogą być inwestycje lub innowacje, prowadzące do wyższej produktywności na przepracowaną godzinę**. W kontekście regionalnym, omawiamy to w artykule „[From working hard to working smart](#)”.

Efekty niedoborów na rynku pracy

(1) Znaczący wzrost wskaźnika zatrudnienia

Stopa zatrudnienia (wiek 20-64)



Dekompozycja stopy zatrudnienia (wiek 20-64)

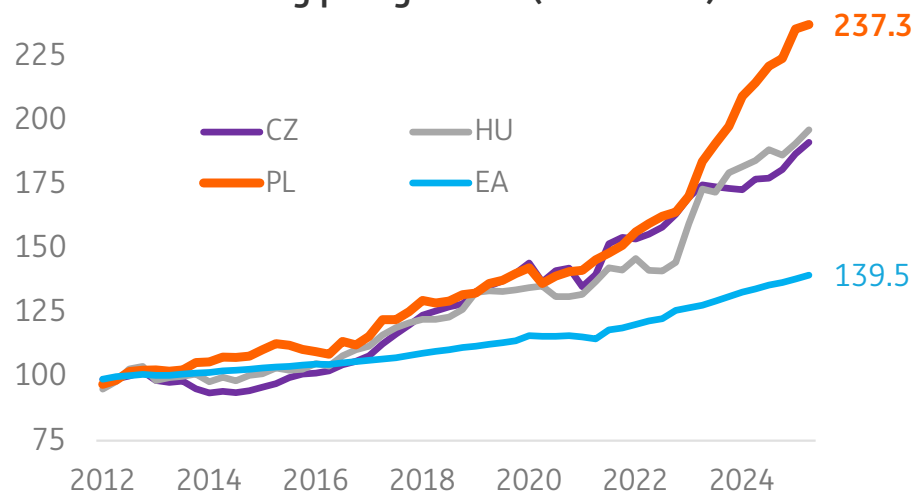
	CZ	HU	PL	RO	EA
Wskaźnik zatrudnienia (%)					
2005	71.0	62.4	59.3	63.4	67.9
2024	82.7	81.1	78.7	68.8	75.5
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)					
2005	76.6	67.2	71.2	67.9	74.5
2024	84.8	84.6	80.9	72.7	80.3
Stopa bezrobocia (%)					
2005	7.3	7.1	16.7	6.7	8.8
2024	2.4	4.1	2.7	5.3	6.0

Źródło: Eurostat, ING. EA – strefa euro.

- W ciągu ostatnich dwóch dekad rynek pracy w Polsce przeszedł niesamowitą transformację: z kraju o wysokich niewykorzystanych zasobach siły roboczej staliśmy się gospodarką zmagającą się z rosnącym niedoborem pracowników. Wskaźnik zatrudnienia w Polsce w grupie wiekowej 20-64 lata wzrósł mocno (o 19,4 pkt proc. w latach 2005-2024), że obecnie przekracza on średnią dla strefy euro. Warto odnotować, że podobne tendencje były obserwowane także w innych krajach regionu.
- Zmiany poziomu wskaźnika zatrudnienia w Polsce wynikały z dwóch elementów: stopniowego wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej (z 71,2 do 80,9% w latach 2005-24) oraz spadku stopy bezrobocia (z 16,7 do 2,7%). Obecnie obserwowany wskaźnik aktywności zawodowej w Polsce na poziomach przekraczających 80% kształtuje się lekko powyżej średniej w strefie euro, zaś stopa bezrobocia w okolicach 3% już od wielu lat utrzymuje się poniżej poziomów w eurolandzie.
- Aby dopełnić obraz rynku pracy, warto nadmienić że **Polacy pracują dłużej niż w innych krajach UE**. W 2024 r. przeciętna liczba przepracowanych godzin w tygodniu wyniosła w Polsce 38,9 w pracy głównej oraz 14,8 w pracy dodatkowej. Łącznie jest to 53,7 godzin, znacznie powyżej wartości dla strefy euro (45,9 godzin). Sugeruje to ograniczone możliwości zwiększenia nakładu pracy poprzez zwiększenie czasu pracy.
- Podsumowując, pracowity model wzrostu z ubiegłych dekad będzie trudny do podtrzymania w średnim horyzoncie.

(2) Wzrost kosztów pracy

Godzinowe koszty pracy w EUR (2012=100)



Godzinowy koszt pracy

	2008	2016	2024	2kw25
Polska	7.5	8.5	16.6	18.1
Czechy	9.3	10.4	18.2	19.7
Węgry	7.9	8.5	14.4	15.3
Rumunia	4.1	5.4	12.2	13.4
Niemcy	28.4	33.1	44.1	45.7
Hiszpania	18.9	20.7	25	25.9
Portugalia	11.5	12.8	17.2	17.8
Grecja	16.5	15.3	17.8	19.3

Źródło: Eurostat, szacunki ING.

- **Niedobory na rynku pracy wywierają presję na wzrost wynagrodzeń.** Jest to naturalny proces, wynikający z tego, że ograniczona dostępność pracowników zwiększa konkurencję między pracodawcami, którzy muszą oferować atrakcyjne warunki aby przyciągnąć kandydatów. Nakłada się na to presja ze strony obecnych pracowników, którzy zyskują większą siłę negocyjną przy ustalaniu skali podwyżek. Efekt jest szczególnie widoczny w branżach wymagających specjalistycznych umiejętności, gdzie zastąpienie pracownika jest kosztowne i czasochłonne.
- **W ostatniej dekadzie koszty pracy w Polsce (oraz innych krajach regionu) rosły istotnie szybciej niż w krajach Europy Zachodniej.** Godzinowe koszty pracy w Polsce, Czechach na Węgrzech wzrosły tak bardzo, że są aktualnie porównywalne do poziomów obserwowanych w Grecji i Portugalii oraz są jedynie nieznacznie poniżej poziomów w Hiszpanii. Co prawda nadal utrzymują się one poniżej poziomów w Niemczech, ale przewaga niższych kosztów pracy w porównaniu z krajami Europy Zachodniej się mocno zawęża.
- **Wzrost kosztów pracy będzie ograniczał zainteresowanie naszym krajem przedsiębiorstw międzynarodowych o modelu biznesowym opartym o niskie płace.** Przedsiębiorstwa, które już zainwestowały w naszym kraju mogą przenosić działalność do innych lokalizacji, np. Azja, Afryka czy Turcja. Będzie to też czynnik ograniczający skalę nowych inwestycji zagranicznych w naszym kraju.

(3) Imigracja

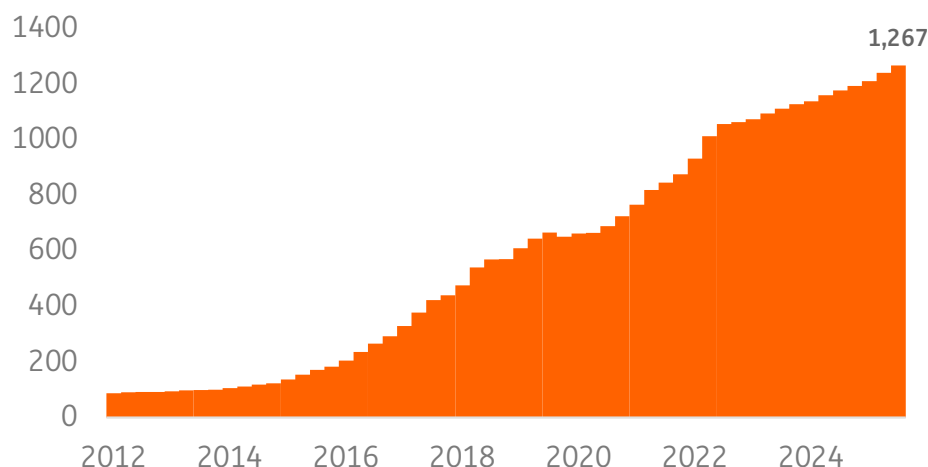
Liczba imigrantów

	CZ	HU	PL	DE	NL
Imigranci (tys.)					
2010	692	437	649	11 666	1 851
2024	1 025	690	1 740	16 750	2 957
Imigranci (% populacji)					
2010	6.6	4.4	1.7	14.4	11.0
2024	9.5	7.1	4.5	19.8	16.2
Emigranci (tys.)					
2010	660	378	4 155	4 207	594
2024	583	539	4 573	4 297	631

Uwagi: Migrant międzynarodowy to osoba, która nieprzerwanie mieszkała w innym kraju przez 12 miesięcy lub dłużej.

Źródło: ONZ (International Migrant Stock 2024), obliczenia ING.

Cudzoziemcy ubezpieczeni w ZUS (tys.)



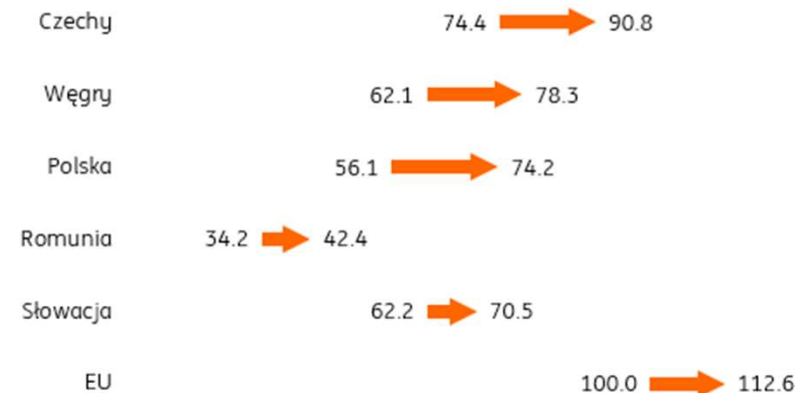
Źródło: ZUS.

- **Niedobory krajowych pracowników stanowią czynnik wspierający napływ imigrantów zarobkowych.** Rosnące płace oraz braki kadrowe w wielu firmach doprowadziły do sytuacji, w której Polska stała się atrakcyjną destynacją dla imigrantów zarobkowych. Dodatkowo, firmy krajowe borykające się z rosnącymi trudnościami w rekrutacji lokalnych pracowników skierowały część procesu rekrutacyjnego poza granice., często za pośrednictwem agencji pracy. Na te procesy ekonomiczne nałożył się napływ uchodźców z Ukrainy.
- Dane ONZ wskazują, że w latach 2010-2024 liczba stałych imigrantów zwiększyła się o 1,1 mln osób (z 649tys. do 1740 tys.), gdzie zmiana ta wynikała przede wszystkim z przyjazdu imigrantów oraz uchodźców z Ukrainy (864 tys. osób). **Aktualnie udział imigrantów w populacji wynosi około 5%, zaś dane ZUS wskazują, że odsetek pracowników z zagranicy wynosi prawie 8%.** Można zauważyć, że pomimo tej wzrostowej tendencji, udział imigrantów w populacji pozostaje poniżej wartości w gospodarkach Europy Zachodniej, np. w Niemczech czy Holandii.
- Oceniając skalę przepływów migracyjnych, warto zauważyć, że Polska była tradycyjnie krajem emigracyjnym. Dane ONZ wskazują, że poza granicami kraju mieszka 4,6 mln Polaków. Oznacza to, że **niedobory na rynku pracy mogą być uzupełnione przez stymulowanie emigracji powrotnej.** Do tej pory powroty były raczej skromne, ale proces ten może nabrać większego znaczenia w przyszłości. Warto przy tym zauważyć, że w prognozach demograficznych zwykle zakłada się, że saldo migracji do Polski jest ujemne.

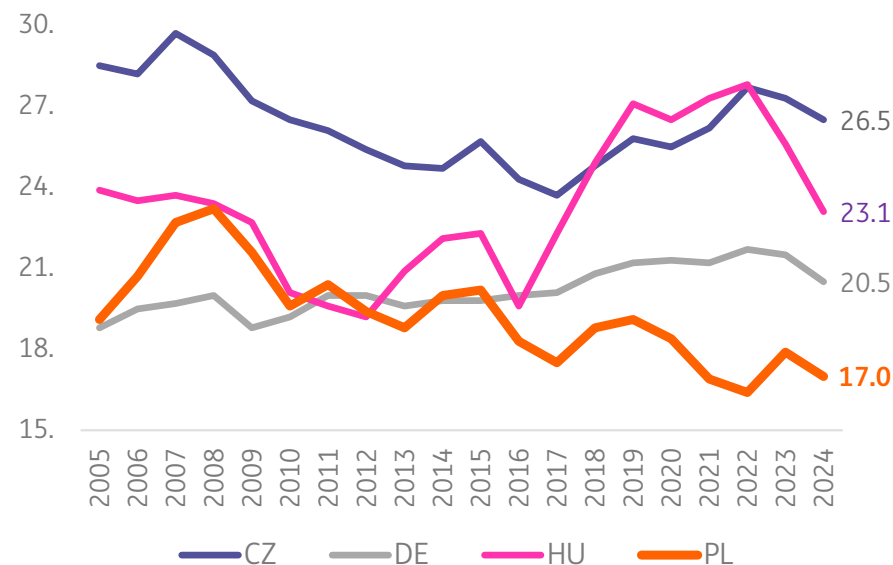
(4) Inwestycje i automatyzacja

Indeks innowacyjności Komisji Europejskiej

Zmiana w latach 2018-2025 (EU 2018=100)



Stopa inwestycji (% PKB)



Źródło: Komisja Europejska, Eurostat, ING.

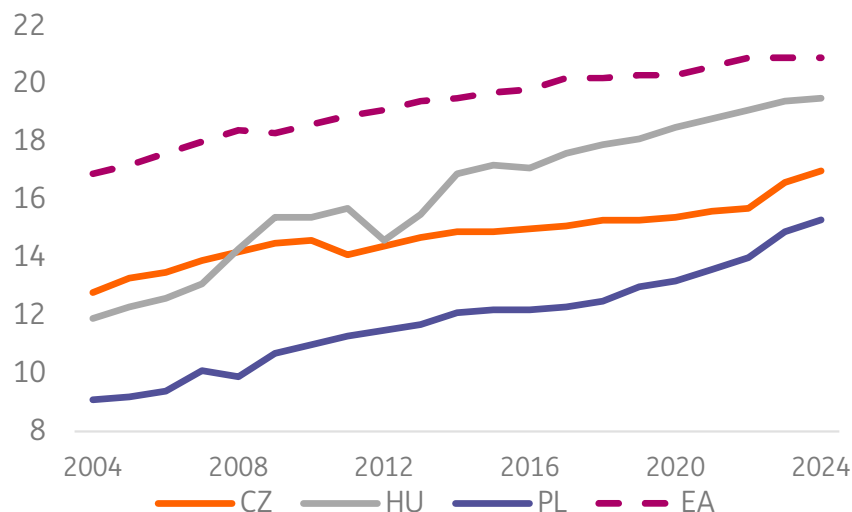
- **Niedobory na rynku pracy prowadzą do wzrostu popytu na substytucyjne czynniki produkcji.** Rosnące płace i malejąca liczba dostępnych pracowników zmuszają firmy do inwestycji oraz wdrażania technologii ograniczających wykorzystanie siły roboczej. Jest to niezbędne do zwiększenia wydajności i utrzymania konkurencyjności.
- **W ciągu ostatniej dekady Polska poczyniła widoczne postępy we wspieraniu innowacyjności.** Wskazują na to cykliczne badania Komisji Europejskiej dotyczące indeksu innowacyjności, wskazujące na wzrost wartości wskaźnika w Polsce z 56,1 do 74,2 średniej unijnej z 2018 r. Innowacyjność polskiej gospodarki pozostaje jednak wciąż w tyle za średnią UE: nasz kraj jest cały czas klasyfikowany jako wschodzący innowator, czyli w najniższej kategorii. Warto jednak zauważyć, że w bieżącej perspektywie budżetowej UE jak również w ramach KPO miliardy EUR mają być przeznaczone na wydatki wspierające badania i innowacyjność.
- **Stopa inwestycji w Polsce jest zdecydowanie niższa niż w innych krajach UE oraz poniżej wieloletniej średniej.** Jest to zarówno niepokojące jak i zadziwiające w kontekście kurczących się zasobów pracy. Oznacza to, że ten kanał dostosowań na razie pozostaje niedrożny. Niskie inwestycje sprawiają, że utrzymuje się istotna luka w zasobach kapitału na pracownika względem średniej unijnej. W rozbiciu na typ inwestycji, szczególnie niski jest poziom inwestycji związanych z produktami własności intelektualnej (1,4% PKB w Polsce vs 4,1% PKB w UE w 2024).

(5) Restrukturyzacja gospodarki

Zmiany udziału zatrudnienia w latach 2005-2024

	CZ	HU	PL	EA
Rolnictwo				
2005	3.7	5.1	17.3	4.1
2024	2.9	3.4	6.9	2.8
Przemysł				
2005	30.0	24.9	23.6	17.0
2024	26.8	19.7	22.3	14.0
Usługi				
2005	57.4	62.4	53.2	71.3
2024	62.7	68.5	63.6	76.8
w tym: usługi biznesowe				
2005	13.1	11.9	9.2	17.0
2024	17.0	19.7	15.0	21.4

Udział zatrudnienia w usługach biznesowych



Źródło: Eurostat, ING.

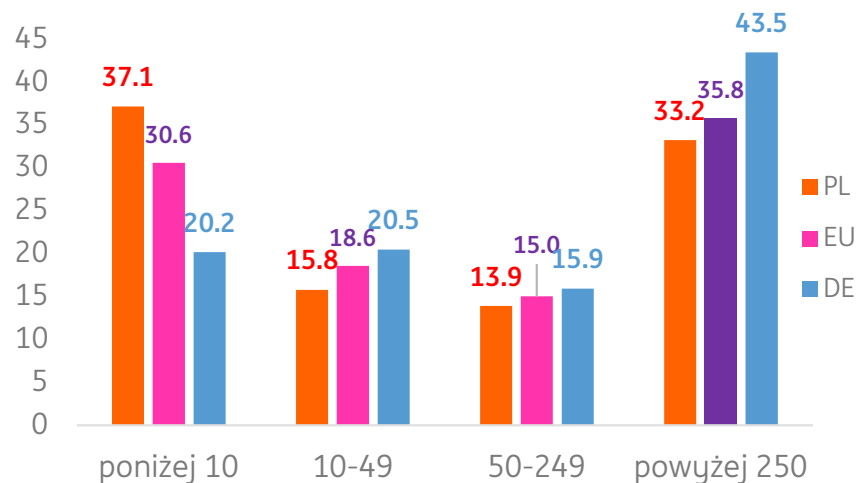
Uwagi: Usługi biznesowe są definiowane jako sektory NACE J-N.

- **Niedobór siły roboczej, poprzez wzrost płac, prowadzi również do realokacji sektorowej.** Jest to proces obserwowany od ponad dwóch dekad, w ciągu których odnotowany był wzrost udziału zatrudnionych w usługach, spadek udziału w rolnictwie w warunkach stabilnego zatrudnienia w przemyśle. Podobne tendencje były obserwowane w innych krajach regionu.
- **Porównanie ze strefą euro wskazuje na dalszy potencjał dalszej realokacji w kierunku gospodarki opartej na usługach.** Odsetek zatrudnionych w usługach w Polsce (63%) pozostaje znacznie poniżej poziomu w strefie euro (77%). Z kolei rolnictwo nadal absorbuje nieproporcjonalnie wysoki odsetek zatrudnienia (7% vs 3%). Dane te podkreślają potencjał dalszego wzrostu wydajności poprzez realokację pracowników do sektorów o wyższej wartości dodanej.
- **Wzrost udziału usług w zatrudnieniu był w dużej mierze napędzany przez rozwój sektora usług biznesowych (sektory J-N według NACE).** Sprzyjała temu szybka ekspansja centrów usług, która była możliwa dzięki dostępowi do jednolitego rynku europejskiego i ułatwiona przez większe wykorzystanie pracy zdalnej w trakcie i po pandemii COVID-19. Warto odnotować, że aktualnie centra usług zatrudniają około 500 tys. osób, spośród których ok. 80% pracuje w centrach o dominującej pozycji kapitału zagranicznego.
- **Rozwój centrów usługowych znajduje odzwierciedlenie w imponującym wzroście eksportu usług z Polski,** napędzanym przez nowoczesne usługi biznesowe. Branże takie jak ICT, konsulting czy techniczne usługi biznesowe przewyższyły eksport tradycyjnych sektorów usług, a mianowicie usług transportowych i turystycznych.

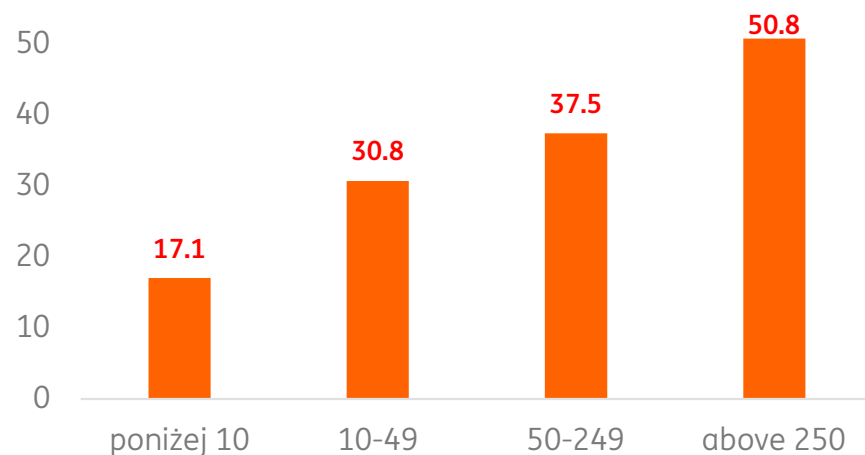
Wzrost w warunkach niedoborów na rynku pracy

(1) Stymulowanie wzrostu najproduktywniejszych firm

Udział zatrudnienia wg. Wielkości firmy
w %, 2023



Wartość dodana na pracownika a rozmiar firmy
2022, tys. €

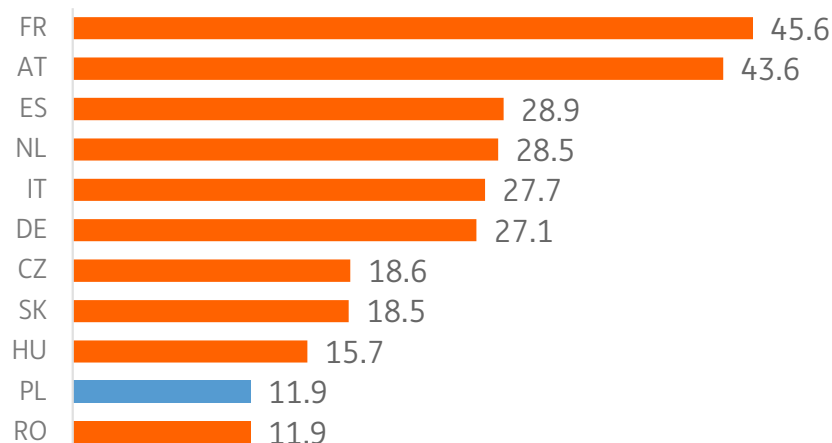


Źródło: Eurostat, ING.

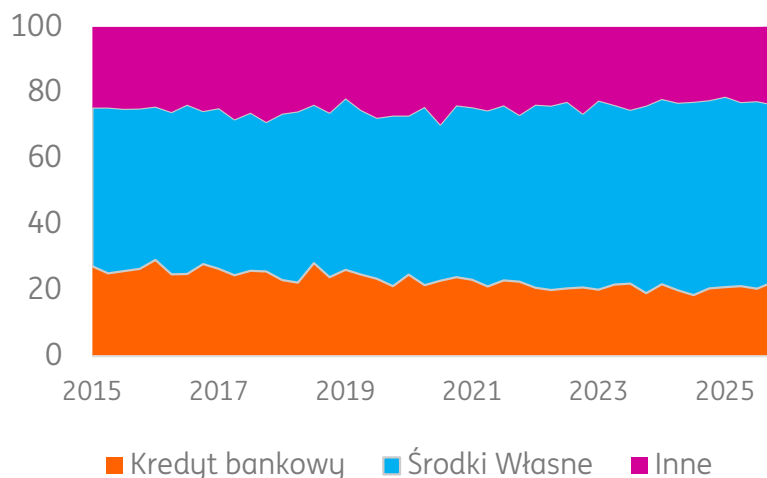
- **Pracochłonny model wzrostu przynosił imponujące rezultaty w przeszłości, ale jego przyszła skuteczność stoi pod znakiem zapytania.** Z kolei strategie wcześniej uważane za kosztowne i nieefektywne, np. automatyzacja czy podnoszenie kwalifikacji, mogą okazać się skuteczne w przyszłości.
- **Malejąca liczba pracowników w połączeniu z rosnącymi płacami będzie wywierać presję na rentowność firm.** Dostosowanie wymagać będzie przetrzucaniu wyższych kosztów na ceny lub działania ukierunkowane na wzrostu produktywności pracy. Wzrosty efektywności są do osiągnięcia poprzez konsolidację, skalowanie działalności oraz inwestowanie w technologie i kapitał. W każdym przypadku zwiększenie dźwigni finansowej powinno ułatwić dostosowanie.
- **Firmy w Polsce są mniejsze niż w gospodarkach Europy Zachodniej, a produktywność rośnie wraz z wielkością firmy.** W Polsce duże przedsiębiorstwa (>250 zatrudnionych) są trzykrotnie bardziej produktywnie niż przedsiębiorstwa najmniejsze (<10 zatrudnionych). Sugeruje to, że perspektywiczne firmy krajowe, które generują wysoką wartość dodaną, nie rozwijają się wystarczająco szybko. Fakt ten można powiązać z (niezamierzonymi) zachętami regulacyjnymi, również wynikającymi z polityki UE, które często wspierają MŚP, a w mniejszym stopniu duże firmy. Polityki te obniżają bodźce produktywnych firm do wzrostu skali działalności. Relatywnie niewielki rozmiar polskich firm wynika też z decyzji na poziomie przedsiębiorstwa, m.in. z zakresu wykorzystania dźwigni finansowej.

(2) Rola zarządzania strukturą kapitałową

Kredyt bankowy dla przedsiębiorstw niefinansowych
w % PKB, 2 kw 2025



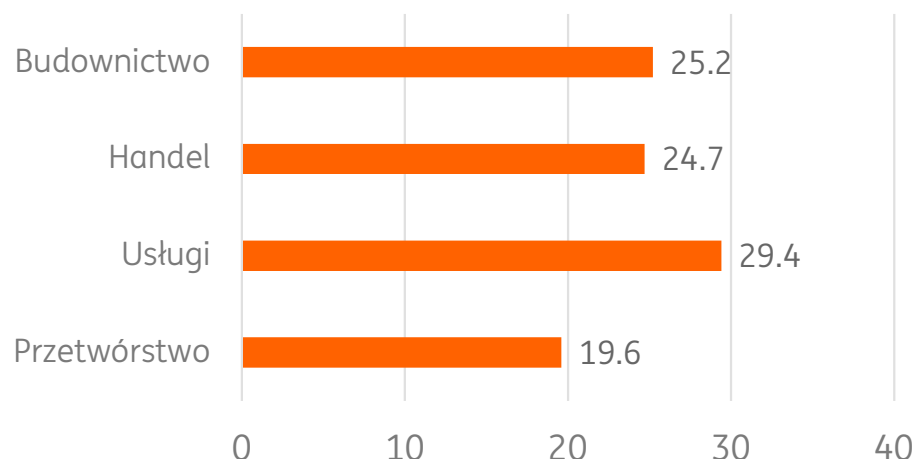
Planowane źródło finansowania nowych inwestycji
% odpowiedzi



- **Tempo ekspansji firm jest ściśle powiązane z zarządzaniem strukturą kapitałową.** W tym zakresie można wyróżnić dwa dominujące podejścia. W modelu kompromisu (trade-off model) firma dąży do osiągnięcia optymalnego poziomu dźwigni finansowej, tak aby zmaksymalizować swoją wartość. Przykładowo, wykorzystuje finansowanie zewnętrzne do szybkiej ekspansji w przypadku pojawienia się atrakcyjnych perspektyw rozwoju. Z kolei teoria hierarchii (pecking-order) przewiduje, że firma finansuje nowe inwestycje w określonej kolejności, poczynwszy od grantów (np. środki UE), zasobów własnych (zatrzymane zyski), poprzez dług (kredyty i obligacje), aż po emisję akcji. To konserwatywne podejście często ogranicza szybką ekspansję firm.
- **Dane oraz opracowania naukowe wskazują, że firmy z Polski w dominującym stopniu stosują model hierarchii finansowania.** W rezultacie pozostają one relatywnie niewielkie pod względem skali działalności (poprzedni slajd), zaś ich zadłużenie jest niskie. Znajduje to odzwierciedlenie w danych EBC na temat wartości kredytów dla przedsiębiorstw, które wskazują na ich relatywnie niski poziom w porównaniu z innymi krajami UE. Podobnie dane ankietowe NBP wskazują, że dominującym źródłem finansowania nowych inwestycji są środki własne. Choć taka ostrożna postawa pozwoliła utrzymać poziom zadłużenia pod kontrolą, ogranicza ona zdolność polskich firm do skalowania działalności.

(3) Jakość instytucji oraz otoczenia gospodarczego

Niejasne, niespójne i niestabilne przepisy prawne jako bariera inwestycji, % odpowiedzi



Indeks wolności gospodarczej Instytutu Fraseira, 2023

	CZ	HU	PL	DE
Ogółem				
Wartość	7.61	7.07	6.80	7.84
Ranking	29	61	76	15
Obszar 5: Regulacje				
Wartość	7.09	6.61	6.54	7.40
Ranking	36	66	74	21
Rynek kredytowy	9.47	8.53	7.54	8.02
Rynek pracy	5.73	6.32	5.69	5.59
Prowadzenie działalności	5.91	5.27	5.56	7.67
Koszty wejścia, konkurencja	7.24	6.31	7.37	8.34

- **Otoczenie regulacyjne jest kluczowym czynnikiem wśród fundamentów budowy gospodarki opartej o inwestycje i innowacyjność.** Stabilne i przewidywalne regulacje sprzyjają podejmowaniu długoterminowych decyzji inwestycyjnych, redukując ryzyko związane z niepewnością prawną. Jednocześnie odpowiednio zaprojektowane ramy prawne mogą stymulować innowacje poprzez wspieranie konkurencji, ochronę własności intelektualnej oraz ułatwienia w dostępie do finansowania. Zbyt restrykcyjne lub zmienne przepisy mogą natomiast ograniczać dynamikę rozwoju, hamując zarówno napływ kapitału, jak i wdrażanie nowych technologii.
- **Istnieje duża przestrzeń do poprawy otoczenia regulacyjnego w Polsce.** Wskazują na to m.in. wartości indeksu Instytutu Fraseira, ukazujące na niską pozycję naszego kraju (pozycja 76 na 165 ocenianych krajów). Co więcej, podkomponent indeksu dotyczący regulacji wskazuje na znaczne możliwości potencjalnej poprawy w obszarach wpływających na wzrost i konkurencyjność firm. Dostosowanie regulacji i zwiększenie efektywności instytucjonalnej może stworzyć nowe możliwości ekspansji przedsiębiorstw, realokacji zasobów i wzrostu produktywności.
- **Niestabilne prawo i niepewność regulacyjna są czynnikiem ograniczającym aktywność inwestycyjną.** Wskazują na to badania ankietowe GUS wśród przedsiębiorstw, zgodnie z którymi niestabilne przepisy prawne ograniczają inwestycje według około 25% przedsiębiorców.

Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki	Adam Antoniak	Leszek Kąsek	Michał Rubaszek	Mateusz Sutowicz	Piotr Rutecki
Główny Ekonomista	Starszy Ekonomista	Starszy Ekonomista	Starszy Ekonomista	Starszy Ekonomista	Business manager

E Rafal.Benecki@ing.pl E Adam.Antoniak@ing.pl E Leszek.Kasek@ing.pl E Michal.Rubaszek@ing.pl E Mateusz.Sutowicz@ing.pl E Piotr.Rutecki@ing.pl

Informacje i zastrzeżenia

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych odbiorcy. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności, aby informacje zawarte w treści publikacji były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. ING nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty bezpośrednie, pośrednie lub wtórne powstałe w wyniku korzystania z tej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia.

Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje w różnych jurysdykcjach.

Publikacja oraz zawarte w niej informacje objęte są prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę, w jakimkolwiek celu, bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego S.A. Nie dotyczy to przypadków posługiwania się publikacją z powołaniem na jej źródła. Wszystkie prawa zastrzeżone. Nadzór nad działalnością ING Banku Śląskiego S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa).