

15 Stycznia 2026

Polska w 2026 roku: Inwestycyjne przyspieszenie



BNP PARIBAS

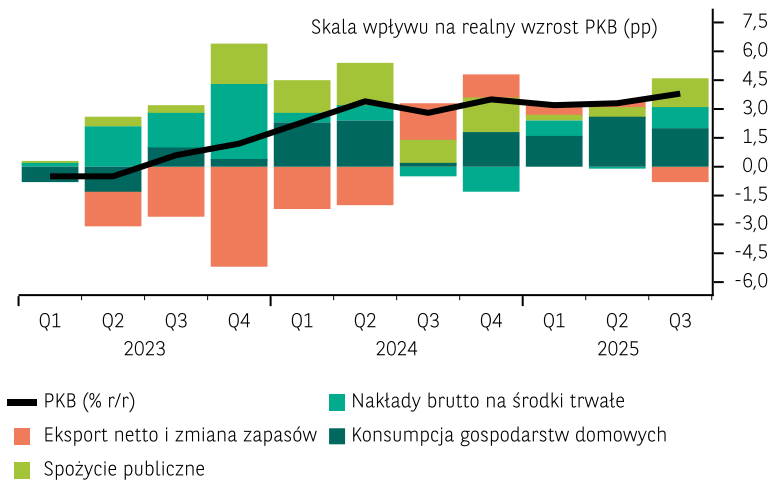
- 01 Nasze prognozy w pigułce
- 02 Krajowy Plan Odbudowy – ostatni rok wsparcia impulsem dla inwestycji!
- 03 Otoczenie zewnętrzne: wydatki fiskalne w Europie, spory handlowe, niskie ceny importu, wojna w Ukrainie
- 04 Rynek pracy – w jakim miejscu jesteśmy
- 05 Presja kosztowa spada – wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw
- 06 Dochody vs Oszczędności – rzut oka na konsumenta
- 07 Inflacja – nie ma i nie będzie?
- 08 Stopy procentowe – dostosowanie powoli zbliża się do końca?
- 09 Kurs PLN – ożywienie gospodarcze wsparciem dla złotego

A blurred image of a high-speed train moving quickly, with the tracks and surrounding landscape streaked out, conveying a sense of speed and forward motion.

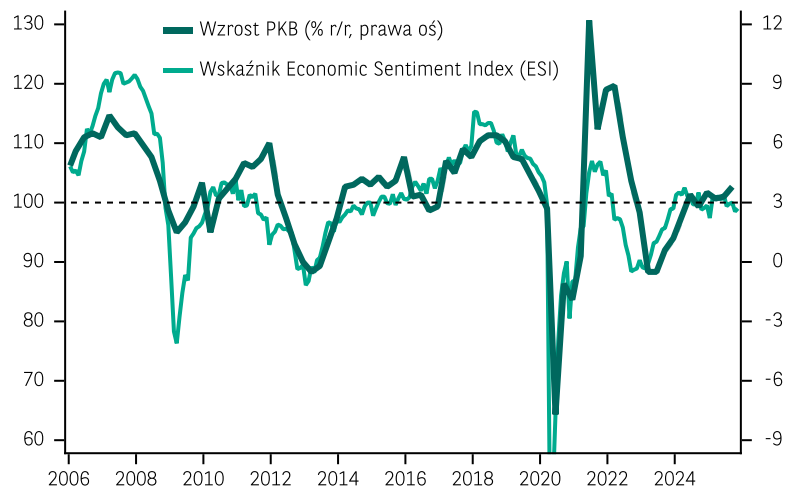
PROGNOZY

Styczeń 2025

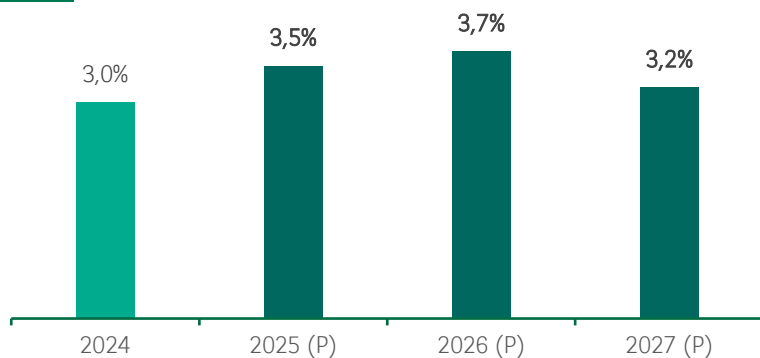
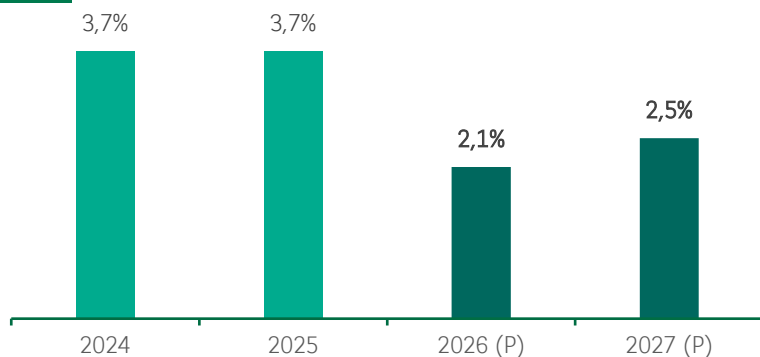
PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PUNKT WYJŚCIOWY



- W trzecim kwartale Produkt Krajowy Brutto w Polsce zwiększył się o 0,9% kw/kw i 3,8% r/r. Za wzrostem gospodarczym w okresie lipiec-wrzesień, podobnie jak w poprzednich okresach, stał przede wszystkim popyt krajowy.
- Konsumpcja gospodarstw domowych latem zwiększyła się o 3,5% r/r. Choć był to rezultat bardzo solidny, to jednak trochę słabszy niż zakładaliśmy, biorąc pod uwagę mocne dane o sprzedaży detalicznej, niezłe nastroje konsumentów i fakt, iż punkt odniesienia w III kw. 2024 r. był ustawiony relatywnie nisko.
- Mocno do wzrostu PKB przyłożyło się spożycie publiczne - czyli bieżące wydatki w administracji publicznej - które dodały aż 1,5pp do wzrostu PKB.
- W trzecim kwartale wyraźnie bo o ponad 7% r/r zwiększyły się inwestycje. Sądzymy, że były to przede wszystkim inwestycje publiczne choć i w firmach odnotować można było wzrost nakładów na środki trwałe.
- W przypadku średnich i dużych przedsiębiorstw wydatki kapitałowe wzrosły w tempie przekraczającym 3% r/r.
- Pozytywnie, na tempo wzrostu PKB po kilku kwartałach przerwy wpłynęło też saldo obrotów z zagranicą. Jedynym komponentem negatywnie oddziałującym na dynamikę PKB była latem zmiana zapasów.
- W listopadzie miesięczne dane o aktywności mocno rozczarowały, co sugeruje, że w czwartym kwartale dynamika PKB może być nieznacznie niższa niż latem, na co wskazują też badania koniunktury.



PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE

**PKB [% r/r]****Inflacja CPI [% r/r, średniorocznie]**

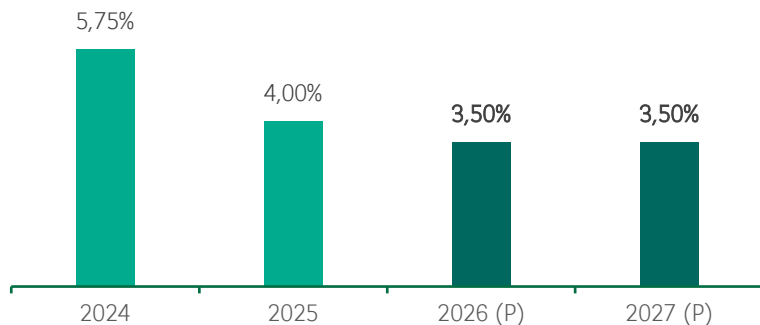
- Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w tym roku nieznacznie przyspieszy i wyniesie 3,7% wobec 3,5% w roku ubiegłym. Spodziewamy się, że krótkookresowo w trakcie 2026 roku dynamika Produktu Krajowego Brutto może przekroczyć 4%.
- Spodziewamy się, że dzięki funduszom europejskim bieżący rok będzie czasem inwestycyjnego przyspieszenia. Na ten rok przewidujemy bezprecedensowy w polskiej historii napływ funduszy inwestycyjnych z UE, którego wartość może przekroczyć nawet 40 mld euro.
- Impulsem dla inwestycji powinny być zwłaszcza środki z Krajowego Planu Odbudowy, w tym w szczególności granty. W części dotacyjnej KPO, Polska powinna otrzymać łącznie około 108 mld zł, co oznacza, że w tym roku transfery z tego tytułu mogą wynieść blisko 70 mld zł.
- Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki pozostanie wymagające, jednak prawdopodobna poprawa koniunktury w Europie Zachodniej, w tym również w Niemczech, powinna korzystnie przekładać się na eksport.
- Konsumpcja gospodarstw domowych będzie dalej solidnie się zwiększać w tym roku. Choć dynamika nominalnych dochodów wyraźnie się obniży, za sprawą wolniejszego tempa wzrostu płac, to niska inflacja i stabilizacja stopy oszczędności pozwoli na dalsze wyraźne zwiększenie spożycia prywatnego.
- Prognozujemy, że inflacja CPI w bieżącym roku wyniesie średniorocznie 2,1% r/r i przez dużą część roku będzie znajdować się nieznacznie poniżej wynoszącego 2,5% celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego.



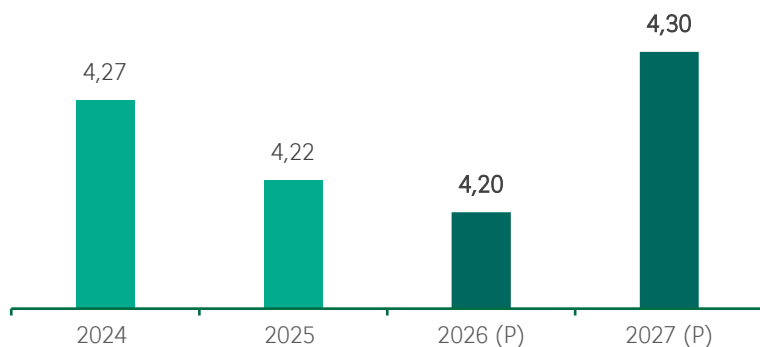
PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE



Stopa referencyjna NBP [% , koniec roku]



EURPLN [koniec roku]



- Biorąc pod uwagę sytuację na rynku surowców, w tym zwłaszcza ropy naftowej, oraz kurs USDPLN w ostatnich miesiącach oceniamy, że presja inflacyjna z tytułu cen importu pozostanie znikoma. W efekcie spodziewamy się niskiej presji na podwyżki cen towarów.
- W przypadku cen usług ich dynamika w dalszym ciągu wyraźnie przekracza cel inflacyjny NBP. Sądzymy jednak, że presja cenowa w tym roku osłabnie, m.in. ze względu na wolniejszy wzrost wynagrodzeń.
- Istotne dla kształtowania się inflacji CPI w tym roku będą również ceny energii. W styczniu rachunki za prąd powinny wzrosnąć o około 3%. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy natomiast, że od lipca 2026 roku opłaty za gaz spadną o 6%.
- W tym roku spodziewamy się dwóch obniżek stop procentowych łącznie o 50pb, co sprowadzi stopę referencyjną NBP do poziomu 3.50%.
- Patrząc na perspektywy inflacyjne uważamy jednak, że profil ryzyka dla naszej prognozy odchylony jest w kierunku niższego docelowego poziomu stóp procentowych.
- Zakładamy jednak, że RPP nie będzie chciała zbytluźniać warunków finansowo-monetarnych, w tym będzie optować za utrzymaniem realnych stóp procentowych wyraźnie powyżej zera.
- Przy dość optymistycznych prognozach wzrostu gospodarczego i zbliżającym się do końca procesie łagodzenia polityki monetarnej zakładamy, że kurs EURPLN pozostanie stabilny i będzie fluktuował wokół poziomu 4,20. Ryzykiem „w górę” dla tej prognozy są czynniki geopolityczne rzutujące na przepływy kapitału na rynki Emerging Markets.



PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - TABELA

Główne wskaźniki dla Polski*:	2023	2024	2025	2026	2027
Produkt Krajowy Brutto (% r/r)	0,2	3,0	3,5	3,7	3,2
Konsumpcja gospodarstw domowych (% r/r)	-0,3	2,9	3,5	3,5	3,0
Inwestycje brutto (% r/r)	12,7	-0,9	5,0	10,0	4,0
Eksport dóbr i usług (% r/r)	3,7	2,0	4,0	4,5	4,5
Import dóbr i usług (% r/r)	-1,5	4,5	5,2	6,0	5,0
Inflacja CPI (% r/r)	11,6	3,7	3,7	2,1	2,5
Inflacja bazowa (% r/r)	10,2	4,3	3,3	2,5	2,5
Średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej (% r/r)	13,1	13,8	8,2	5,8	5,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,2	5,1	5,7	5,5	5,4
Saldo sektora general government (% PKB)	-5,2	-6,5	-6,9	-6,5	-6,0
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	1,6	0,3	-0,7	-1,2	-1,2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	5,75	5,75	4,00	3,50	3,50
EURPLN (koniec okresu)	4,34	4,27	4,22	4,20	4,30
USDPLN (koniec okresu)	3,94	4,10	3,60	3,50	3,52

* Dane średnioroczne o ile nie zaznaczono inaczej; Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Bank BNP Paribas

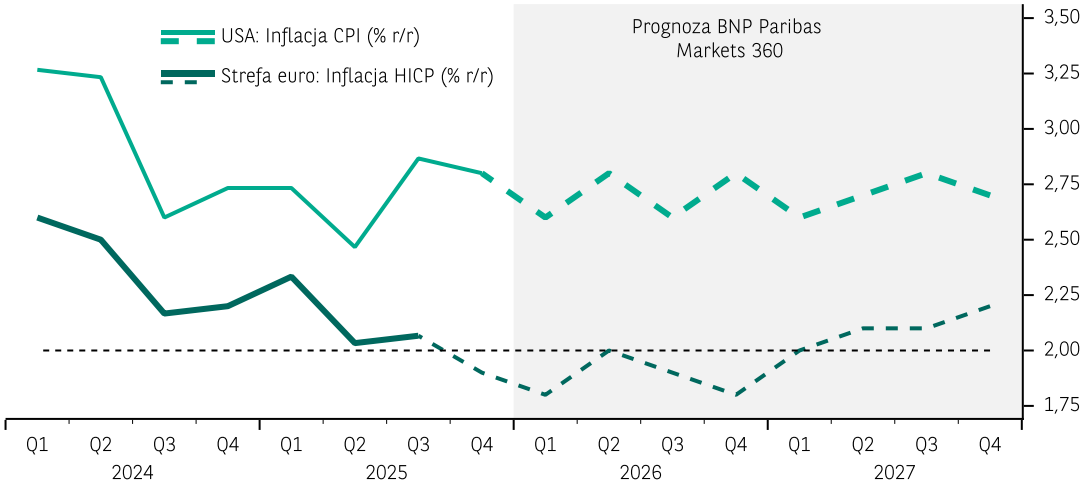


PROGNOZY ANALITYKÓW BNP PARIBAS MARKETS 360

Wzrost PKB

Region	% r/r			% kw/kw			
	2025	2026	2027	2026			
				Q1	Q2	Q3	Q4
USA	2,3	2,9	1,8	0,7	0,5	0,4	0,4
Strefa euro	1,5	1,6	1,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Niemcy	0,3	1,4	1,5	0,3	0,5	0,5	0,5
Chiny	5,0	4,7	4,5	1,3	1,0	1,2	1,0

Źródło: BEA, Eurostat, Destatis, PBS, BNP Paribas Markets 360, Bank BNP Paribas



Stopy procentowe, kursy walutowe, surowce

Stopy procentowe	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Stopa fed funds (% , górna granica, koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50
Stopa depozytowa EBC (% , koniec okresu)	2,00	2,00	2,00	2,00
Kurs walutowy				
EURUSD (koniec okresu)	1,17	1,18	1,19	1,20
EURCHF (koniec okresu)	0,93	0,94	0,94	0,94
Rynek surowcowy				
Ropa naftowa Brent (USD/baryłka)	55	57	63	63
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)	36	30	29	32

Źródło: Fed, EBC, BNP Paribas Markets 360, Bank BNP Paribas



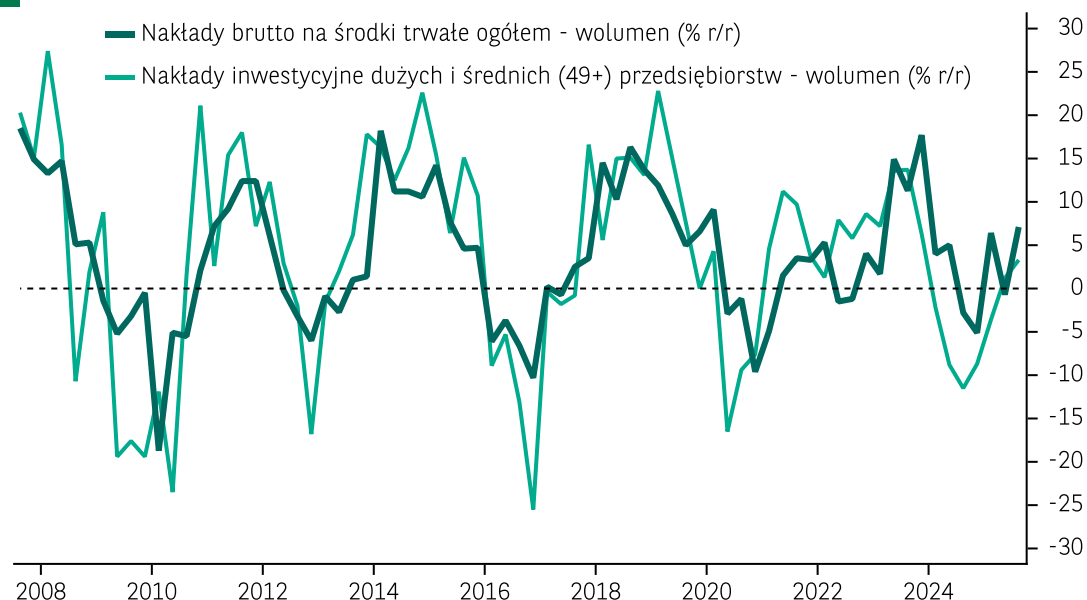
Krajowy Plan Odbudowy – ostatni rok wsparcia impulsem dla inwestycji!



BNP PARIBAS

INWESTYCJE ODBIŁY W UBIĘGŁYM ROKU...

> ... a w tym będą dalej przyspieszać



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

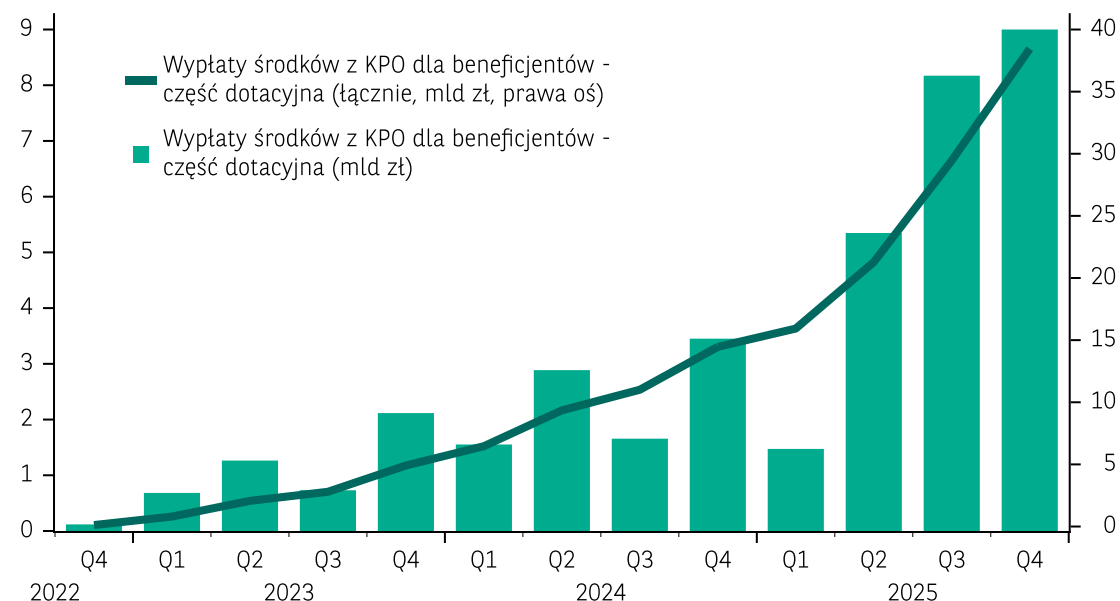
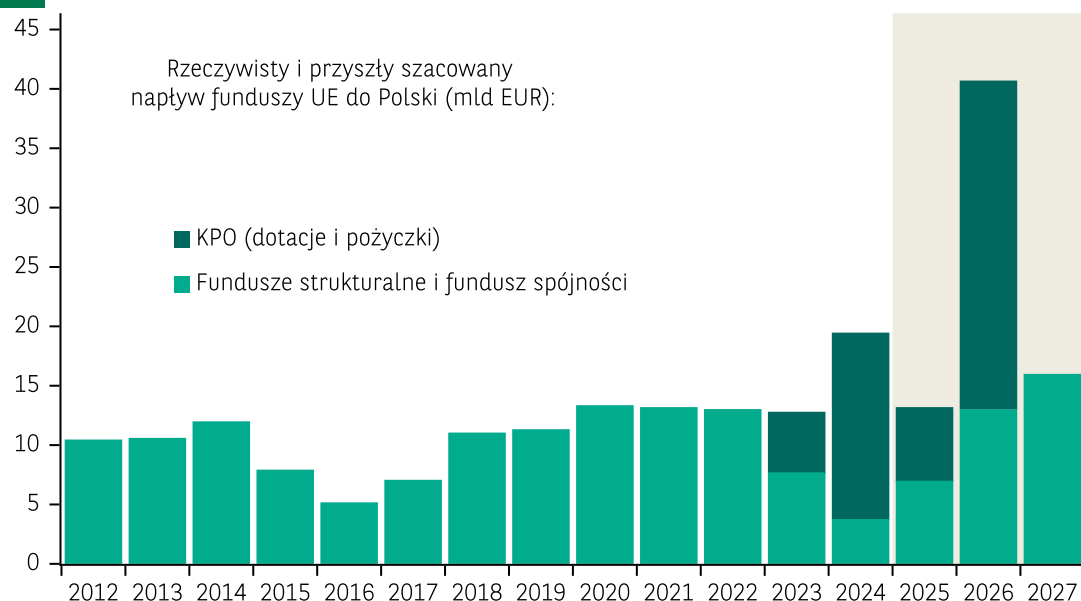
Prognozujemy, że bieżący rok będzie w Polsce czasem inwestycyjnego przyspieszenia. Już w ubiegłym roku nakłady brutto na środki trwałe odbiły, do czego przyczynił się m.in. odwracający cykl inwestycyjny w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 49 osób. O ile jeszcze w pierwszym kwartale 2025 roku capex dużych i średnich firm obniżył się o 3,6% r/r, to już latem wydatki kapitałowe wzrosły o 3,3% r/r, głównie za sprawą nakładów na maszyny i urządzenia.

Wydaje się jednak, że w zeszłym roku inwestycje były w większym stopniu napędzane przez wydatki publiczne, w tym zwłaszcza wydatki militarne. Skutkowały one m.in. dużą zmiennością statystyk. Podczas gdy w pierwszym kwartale 2025 roku inwestycje w gospodarce ogółem wzrosły o 6,4% r/r, wiosną spadły one o 0,7% r/r by latem ponownie zwiększyć się o 7,1% r/r. Wynikało to naszym zdaniem z faktu, iż wydatki zbrojeniowe są uwzględniane w danych w momencie dostawy sprzętu, a nie podpisania umowy czy zapłaty. Spodziewamy się, że z tego tytułu wahania w statystykach inwestycyjnych mogą pozostać znaczące także w nadchodzących kwartałach.



FUNDUSZE EUROPEJSKIE POBUDZĄ INWESTYCJE...

> ...zwłaszcza dotacje z Krajowego Planu Odbudowy



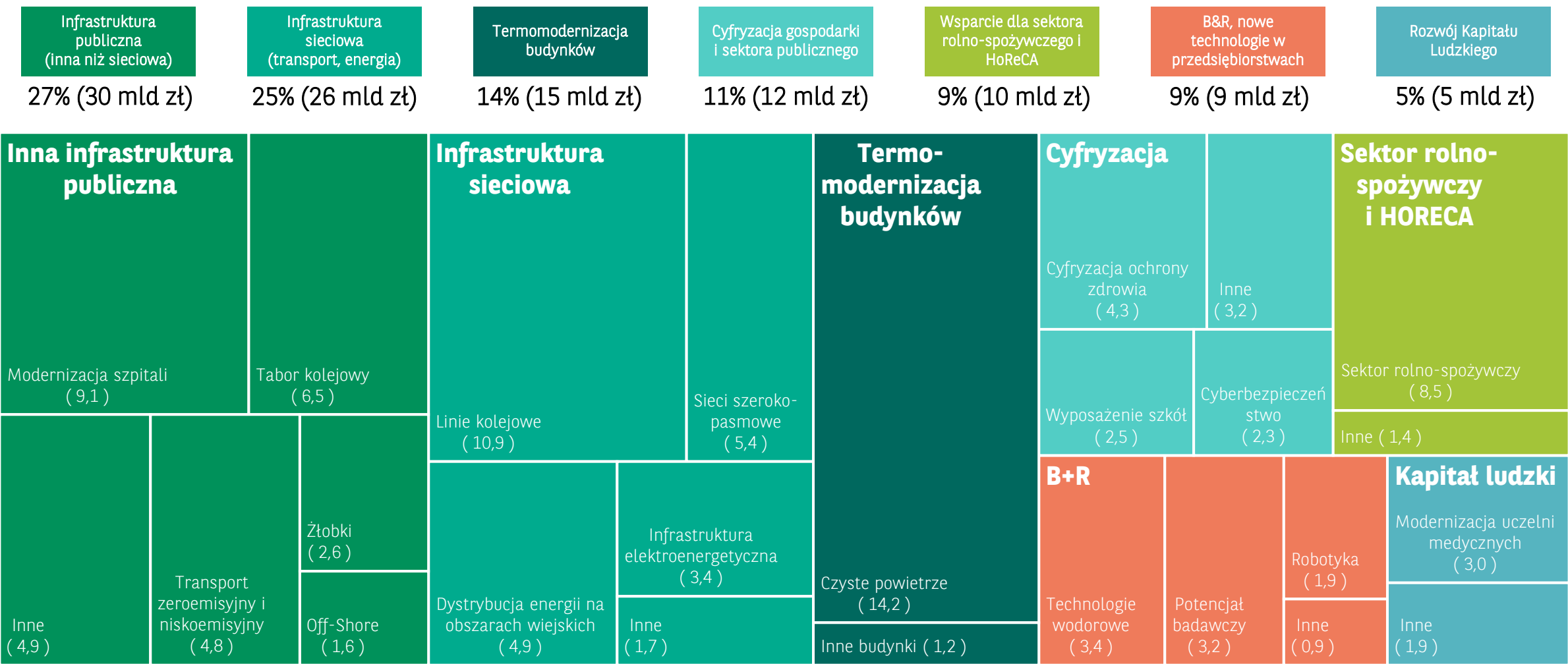
Źródło: Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

W bieżącym roku spodziewamy się, że głównym katalizatorem wzrostu inwestycji będą fundusze europejskie. Na ten rok przewidujemy bezprecedensowy w polskiej historii napływ funduszy inwestycyjnych z UE, którego wartość może przekroczyć nawet 40 mld euro. Złożą się na to zarówno środki z Krajowego Planu Odbudowy (KPO) - dotacje i pożyczki - jak i finansowanie z regularnego wieloletniego budżetu UE.

Impulsem dla inwestycji powinny być zwłaszcza środki z KPO, w tym w szczególności dotacje. Cały plan musi być bowiem rozliczony do końca bieżącego roku. W przypadku pożyczek oznacza to jednak jedynie konieczność podpisania umów kredytowych - ich faktyczna wypłata może być odroczone nawet do 2030 roku. W części dotacyjnej KPO Polska powinna otrzymać łącznie około 108 mld zł. Szacujemy, że na koniec ubiegłego roku do finalnych beneficjentów mogło trafić ok. 40 mld zł grantów. Oznacza to, że w tym roku transfery z tego tytułu mogą wynieść blisko 70 mld zł. Według danych Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej do połowy grudnia 2025 roku w części dotacyjnej KPO podpisano umowy na kwotę ponad 81,3 mld zł (z 108 mld zł).



PODZIAŁ DOTACJI Z KPO (108 MLD ZŁ); ŚRODKI PRZEZNACZONE GŁÓWNIIE NA INFRASTRUKTURĘ



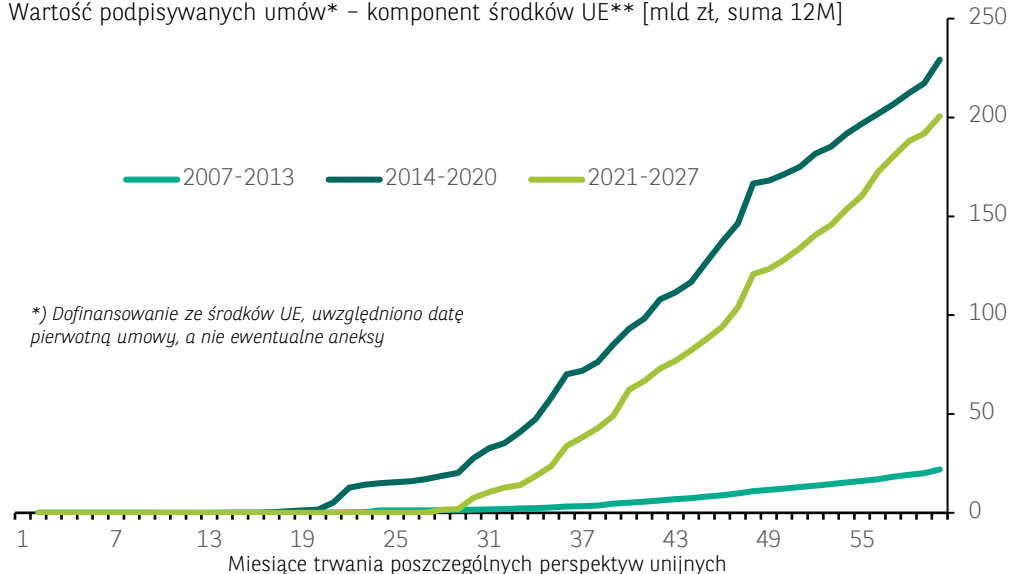
Źródło: Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej; W nawiasach kwoty w mld zł



PERSPEKTYWA FINANSOWA NA LATA 2021-2027...

> ... zaczyna się także rozkręcać, a kolejne miesiące i kwartały będą okresem znacznego przyspieszenia

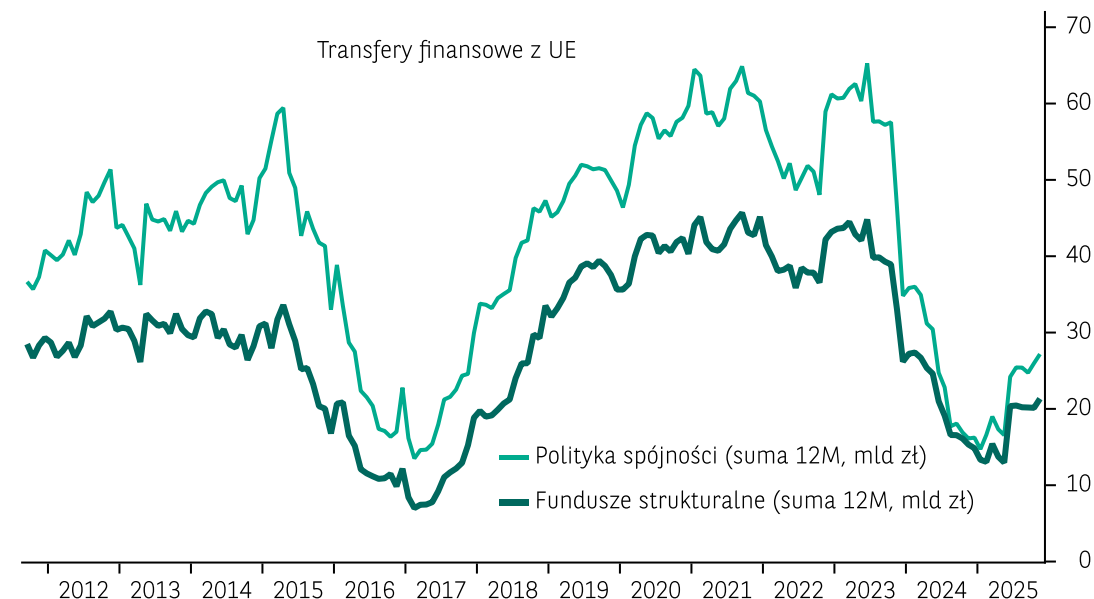
Wartość podpisywanych umów* – komponent środków UE** [mld zł, suma 12M]



*) Dofinansowanie ze środków UE, uwzględniono datę pierwotną umowy, a nie ewentualne aneksy

**) Dotyczy wartości współfinansowania unijnego, a nie wartości kosztów kwalifikowalnych. Źródło: Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

Transfery finansowe z UE



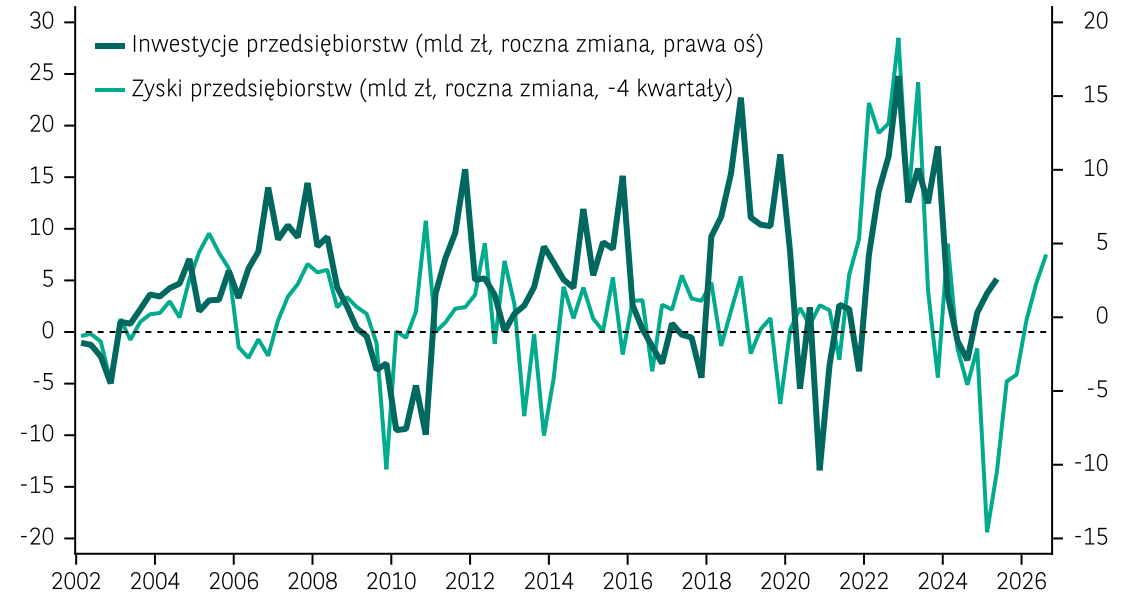
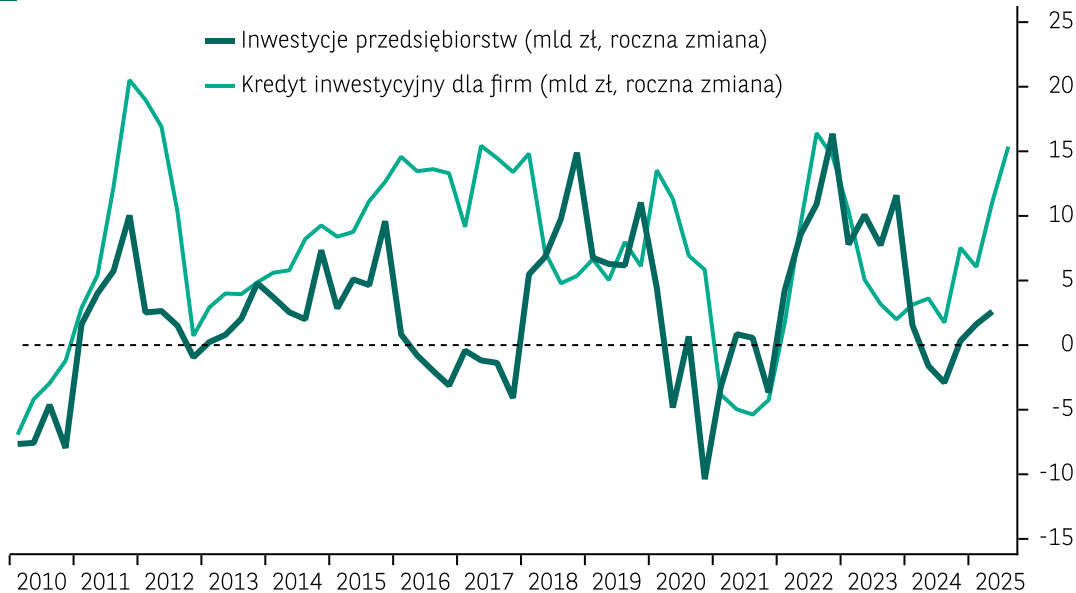
Dane Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej potwierdzają także przyspieszenie realizacji projektów finansowanych z regularnego unijnego budżetu na lata 2021-2027. Na koniec grudnia 2025 roku, wartość podpisanych umów wzrosła do 278,4 mld zł, w tym komponent środków UE wyniósł już 200,6 mld zł (62,3% zakładanej alokacji środków UE). Tym samym wyraźnie zamknęliśmy „tradycyjny” dotek transferów środków z UE, związany z przejściem między wieloletnimi perspektywami finansowymi.

Uważamy więc, że podobnie jak miało to miejsce w latach 2017-18, kiedy rozkręcały się projekty finansowe z poprzedniego wieloletniego budżetu na lata 2014-2020, w najbliższych kwartałach czeka nas istotne ożywienie, jeśli chodzi o inwestycje finansowane w ramach polityki spójności.



INWESTYCJE FIRM ZNÓW ROSNĄ...

> ... popyt na kredyt zwiększa się i polepsza się zyskowność sektora przedsiębiorstw



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

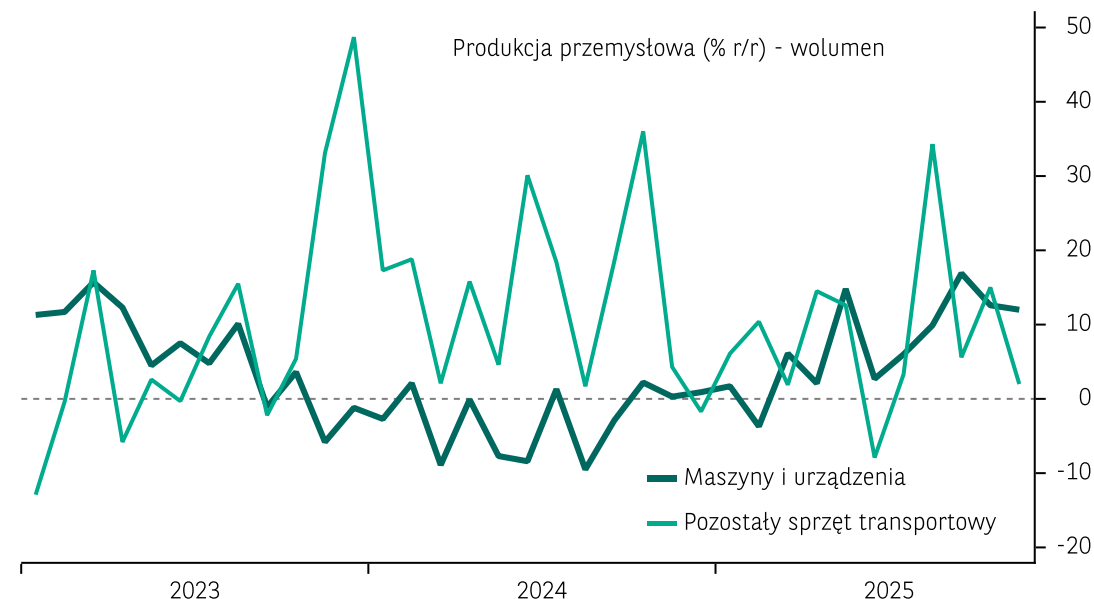
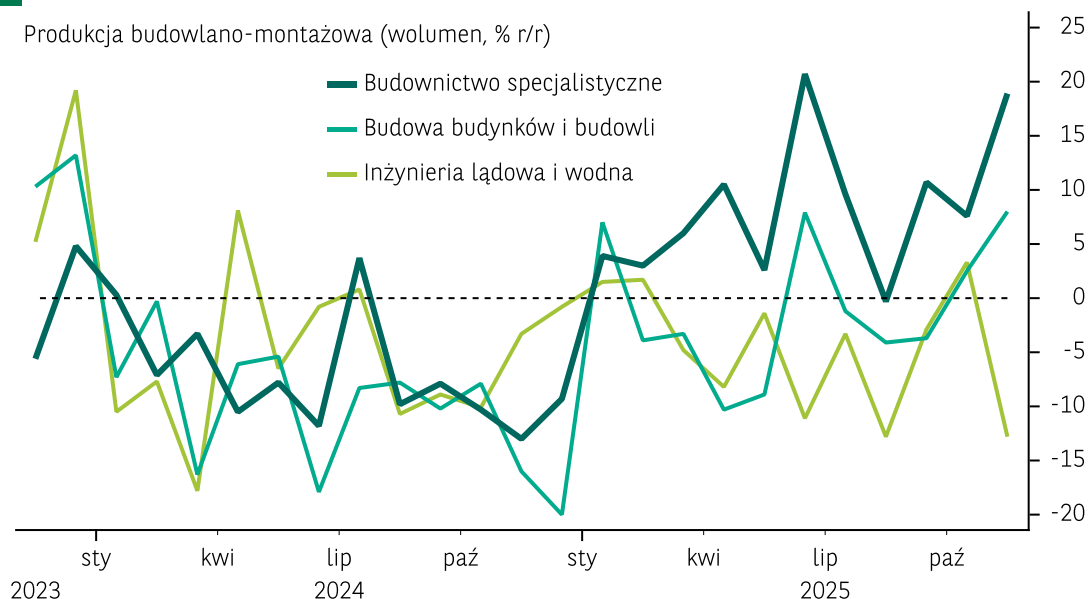
Spodziewamy się, że po ubiegłorocznym odbiciu w bieżącym roku w dalszym ciągu rozkręcać będą się też organiczne inwestycje przedsiębiorstw. Szybko rosnący popyt na kredyt, a także stopniowo postępująca poprawa zyskowności sektora przedsiębiorstw dobrze wróżą bowiem kontynuacji i rozpoczynaniu nowych projektów inwestycyjnych.

Jako że nakłady brutto na środki trwałe firm stanowią ok. 50% całości inwestycji w Polsce, korporacyjny capex jest ważnym czynnikiem wpływającym na ogólne perspektywy gospodarcze w naszym kraju.



BUDOWNICTWO I PRZEMYSŁ...

> ...zyskają na inwestycyjnym boomie



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Na inwestycyjnym ożywieniu, zwłaszcza finansowanym z UE, powinno zyskiwać budownictwo w tym w szczególności inżynieria lądowa. W ciągu ostatnich dwóch lat przez większość czasu produkcja tej branży spadała. Spodziewamy się jednak, że wydatki infrastrukturalne z KPO i regularnego unijnego budżetu powinny pobudzić aktywność w tym dziale sektora budowlanego w nadchodzących kwartałach. Zyskiwać na wzroście prac budowlanych powinny też sektory produkcji materiałów jak produkcja metalowych wyrobów gotowych czy wyrobów z surowców niemetalicznych.

Pozytywnie oceniamy też perspektywy dla wytwórców pozostałego sprzętu transportowego (inwestycje w tabor kolejowy) oraz maszyn i urządzeń, którzy powinni korzystać na wzroście wydatków kapitałowych w przedsiębiorstwach.



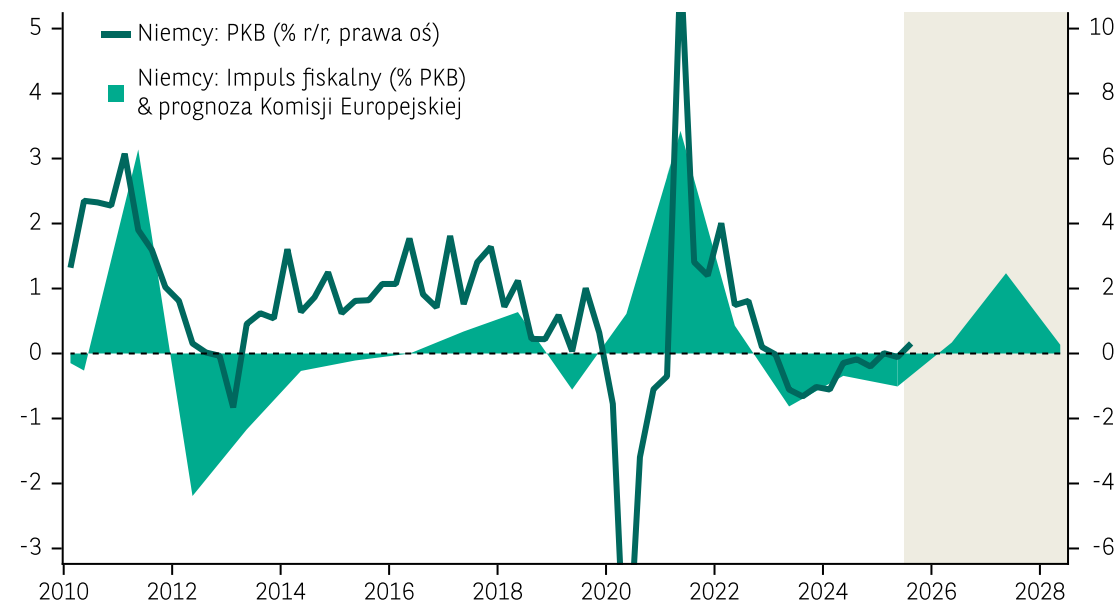
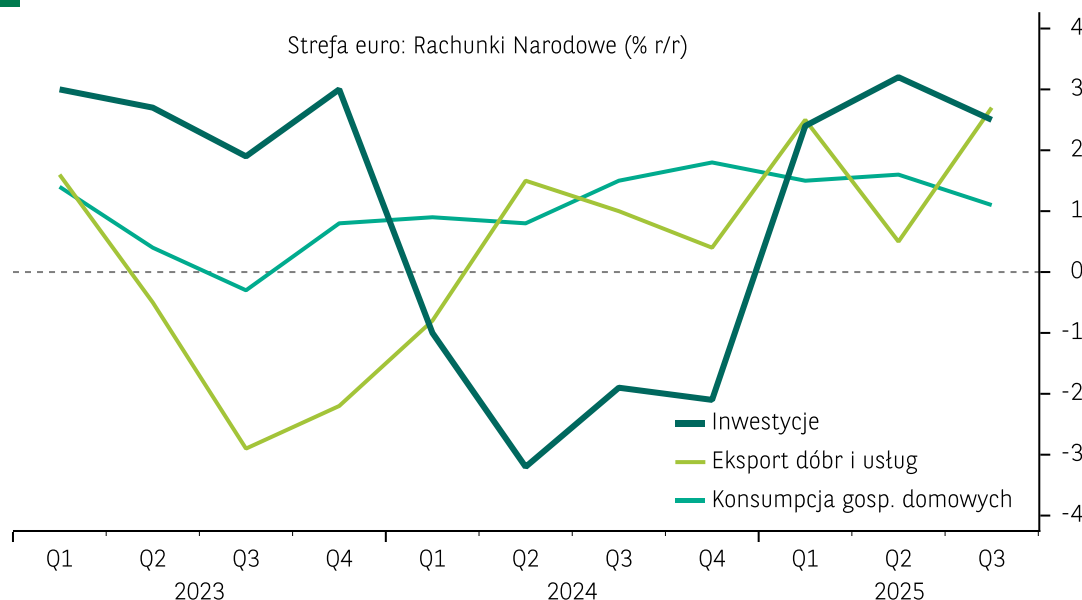
Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki



BNP PARIBAS

POPRAWA KONIUNKTURY W EUROPIE ZACHODNIEJ W 2026 R...

> ... m.in. dzięki wydatkom fiskalnym w Niemczech



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

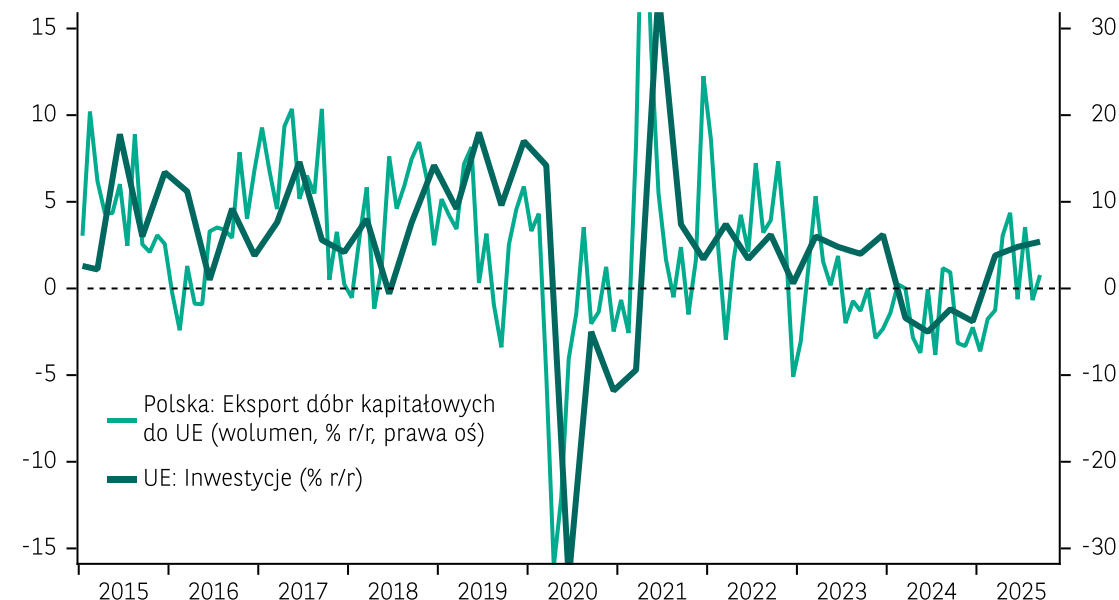
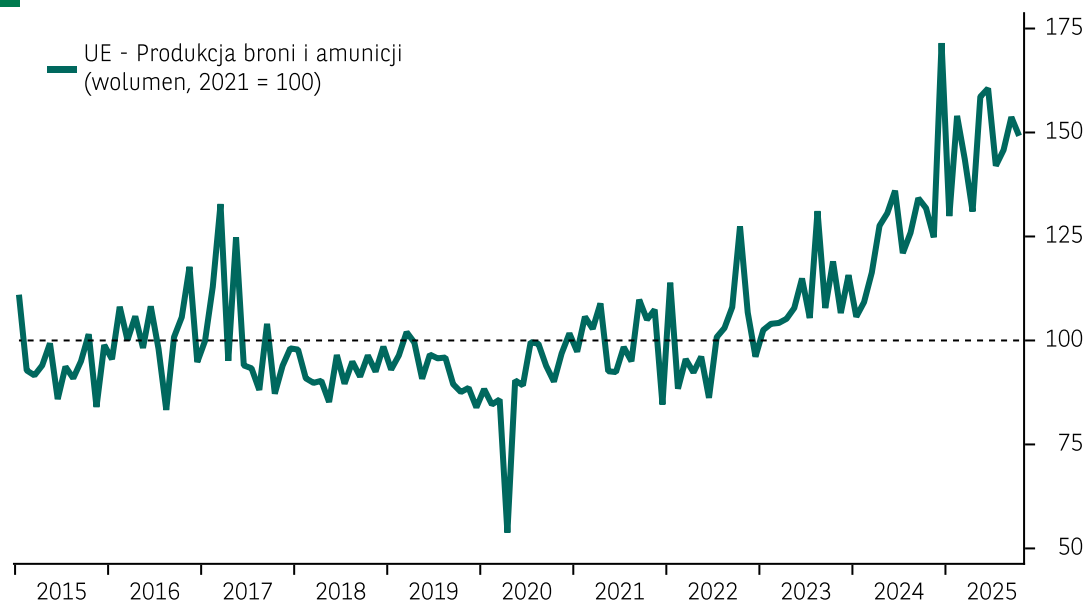
Kluczowym czynnikiem zewnętrznym wpływającym na sytuację gospodarczą w Polsce jest koniunktura w Europie Zachodniej. W ubiegłym roku tempo wzrostu Produktu Krajowego Brutto w strefie euro wyraźnie przyspieszyło i wyniosło ok. 1,5% r/r. Ekspansja gospodarcza skoncentrowana był jednak głównie na południu Europy, w tym zwłaszcza w Hiszpanii, gdzie wolumen wytworzonych dóbr i usług zwiększył się o ok. 3%. Gorzej radziła sobie natomiast niemiecka gospodarka - w tym zwłaszcza przemysł - w której wzrost gospodarczy pozostał rachityczny.

Krzepiący dla perspektyw wzrostu gospodarczego w Europie Zachodniej jest fakt, iż wszystkie główne komponenty popytu finalnego (konsumpcja, inwestycje, eksport) w strefie euro notowały w ubiegłym roku solidne jak na ten region dynamiki wzrostu (+1-3% r/r). Cieszyć może zwłaszcza, że po załamaniu w 2024 roku odbiły wydatki inwestycyjne, które naszym zdaniem mogą ciągnąć wzrost PKB w strefie euro również w nadchodzących kwartałach. Przyczynić się do tego powinien pakiet wydatków publicznych w Niemczech, który przeznaczony zostanie na infrastrukturę i obronność. Impuls fiskalny w największej gospodarce Europy, powinien pobudzić aktywność gospodarczą nie tylko lokalnie, ale rozlać się też po reszcie kontynentu. Ryzykiem dla takiego scenariusza jest powolne i mało efektywne wydatkowanie środków, z którym Niemcy mieli problemy w przeszłości.



KRAJOWY EKSPORT...

> ... powinien korzystać na ożywieniu w Europie



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

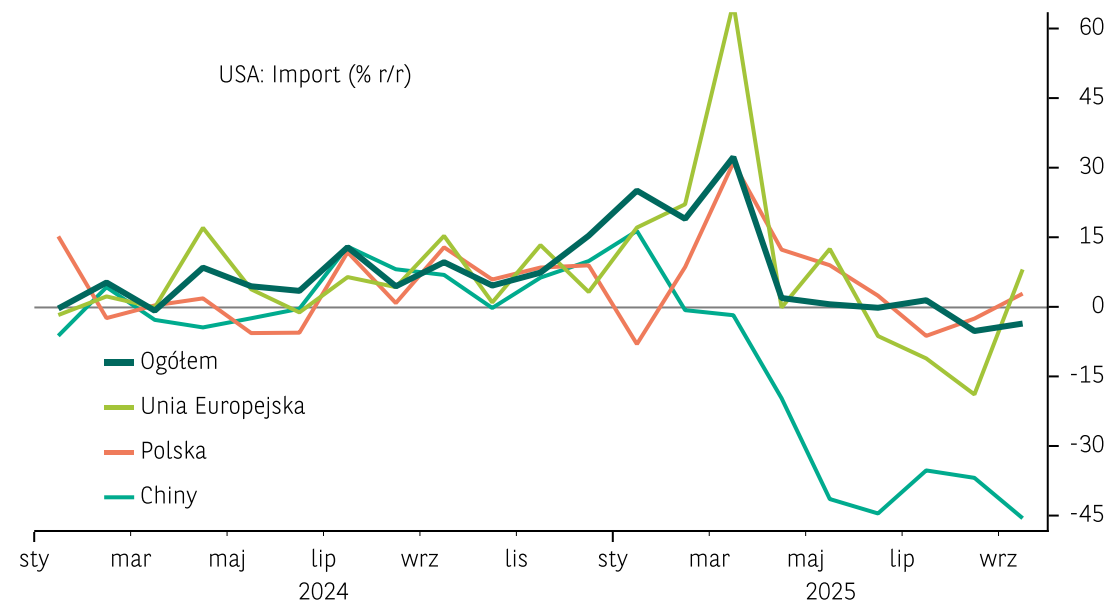
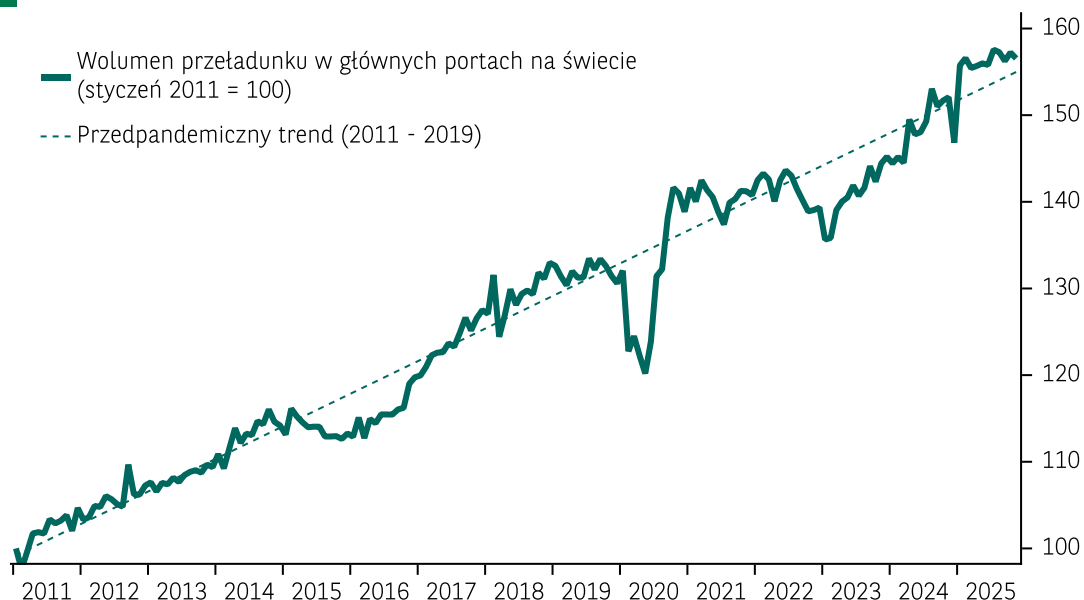
Wzrost wydatków na obronność dotyczyć powinien nie tylko Niemiec ale całej Unii Europejskiej. Dodatkowym bodźcem dla ich dalszego zwiększania w kolejnych kwartałach będzie unijny program SAFE, w ramach którego państwa członkowskie Wspólnoty mogą otrzymać pożyczki o łącznej wartości 150 mld euro na finansowanie inwestycji zbrojeniowych. Według regulacji w projektach, które realizowane będą poprzez SAFE przynajmniej 65% nabywanych komponentów musi pochodzić z UE lub Ukrainy. Sądzymy więc, że wydatki militarne będą istotnym czynnikiem pobudzającym wzrost gospodarczy w Europie w nadchodzących miesiącach, co zresztą dzieje się w zasadzie już od początku wojny w Ukrainie. Od 2021 roku unijna produkcja broni i amunicji wzrosła o 50-75%.

Oceniamy, że zwiększenie wydatków fiskalnych i zbrojeniowych w Europie będzie stwarzać korzystne warunki dla krajowego eksportu. Już w ubiegłym roku można było obserwować pewną odbudowę, jeśli chodzi o sprzedaż zagraniczną i spodziewamy się, że eksport towarów (wolumen) mógł w 2025 roku wzrosnąć o ok. 5%. W 2026 roku dynamika wzrostu powinna utrzymać się na podobnym poziomie, a szczególnie zyskiwać mogą producenci dóbr kapitałowych, którzy doświadczyli już wzrostu popytu zagranicznego w ubiegłym roku.



BARDZIEJ RESTRYKCYJNE WARUNKI HANDLOWE...

> ...ryzykiem dla światowej wymiany towarów



Źródło: RWI/ISL, Census Bureau, Macrobond, Bank BNP Paribas

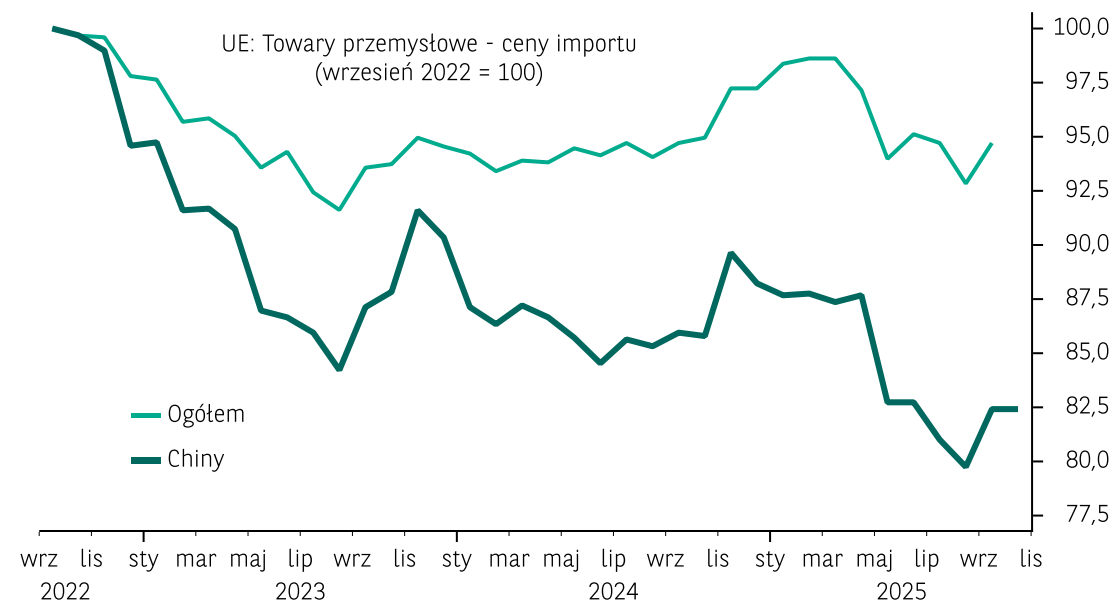
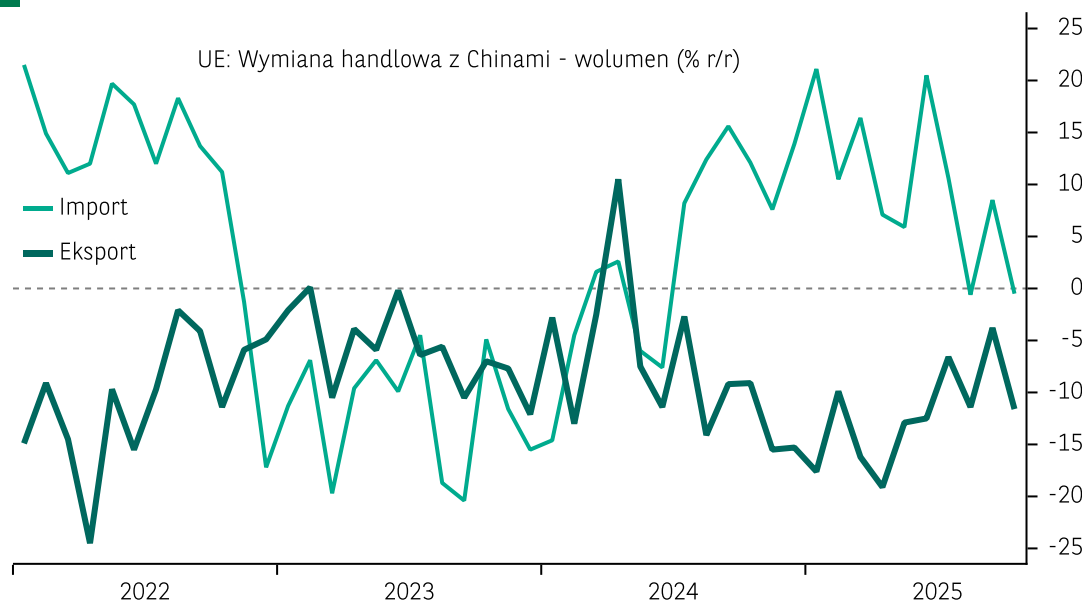
O ile poprawa perspektyw gospodarczych w Europie powinna wspierać krajowy eksport, czynnikiem negatywnie oddziałującym na zagraniczną sprzedaż jest zaostrzenie warunków handlowych na świecie, na co wpływ miały głównie wprowadzone w ubiegłym roku amerykańskie cła. Dotychczas jednak globalna wymiana towarów specjalnie nie ucierpiała na protekcjonizmie Stanów Zjednoczonych. Amerykański import, co prawda nieco obniżył się w drugiej połowie 2025 roku, jednak nie doszło do jego załamania, czego obawiano się po wzmożonych zagranicznych zakupach amerykańskich nabywców zimą i wiosną ubiegłego roku. Choć do tej pory negatywne skutki amerykańskich ceł nie przełożyły się specjalnie na spadek aktywności gospodarczej w innych krajach, to nie można wykluczyć, że w dłuższym horyzoncie przeobrażenie łańcuchów produkcyjnych, w tym przeniesienie wytwarzania do USA, może mieć większe konsekwencje dla światowego handlu i produkcji.

To przeobrażenie widać już w zmianach kierunku importu do USA. O ile amerykańskie zakupy zagraniczne ogółem specjalnie nie spadły, to import z Chin tąpnął, na co wpływ miał wysoki poziom nałożonych na Państwo Środka ceł. Częściowo chińska produkcja trafia do USA przez inne kraje Azji Południowo-Wschodniej, jak np. Wietnam skąd import do USA wzrósł o ok 40%. Do pewnego stopnia jest to jednak odzwierciedlenie spadku amerykańskiego popytu na chińskie towary, co sprawia, że tamtejsi wytwórcy zmuszeni są do szukania alternatywnych rynków zbytu m.in. w Europie.



CHIŃSKIE TOWARY...

> ...ryzykiem dla europejskich producentów



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

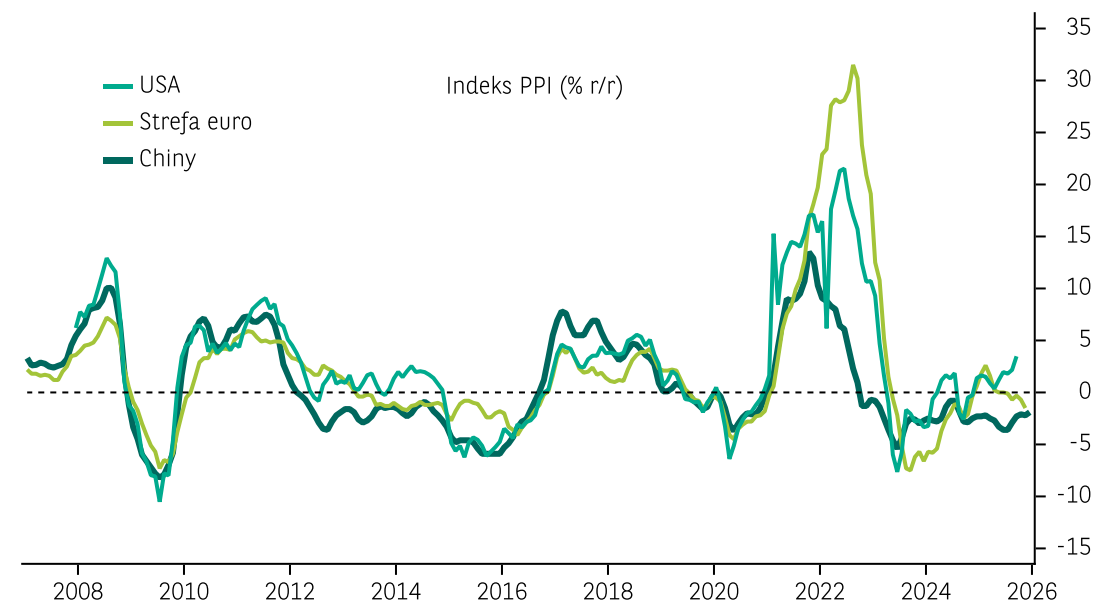
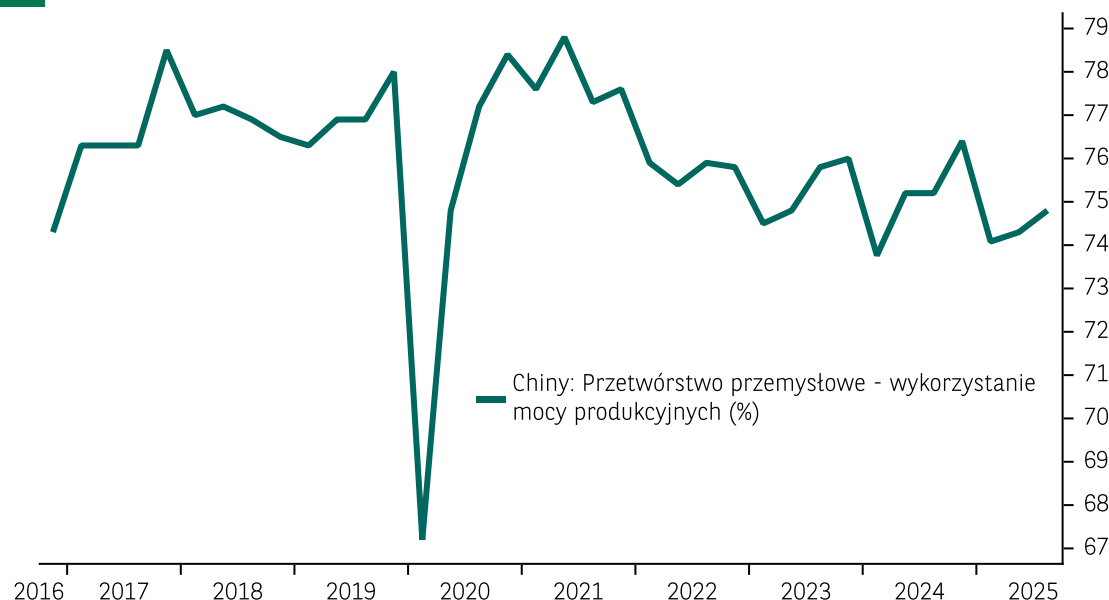
W ostatnich miesiącach w Unii Europejskiej import z Chin bardzo wyraźnie wzrósł. Do pewnego stopnia był to efekt niskiej bazy i odbudowującego się popytu wewnętrznego w strefie euro. Wydaje się jednak, że częściowo jest to efekt „rozpychania się” chińskich producentów na europejskim rynku. Wytworzone w Chinach towary charakteryzują się dużą konkurencyjnością przez relatywnie niskie ceny. Koszty importu dóbr przemysłowych do UE z Państwa Środka na przestrzeni ostatnich lat obniżyły się wyraźnie mocniej niż w przypadku zakupów dokonywanych w innych krajach.

Presja na spadek cen rzutuje na wyniki i produkcję rodzimych unijnych wytwórców. W efekcie UE podejmuje pewne działania, aby bronić dostępu do wspólnego rynku przed chińskimi producentami. Po wprowadzonych cłach na auta elektryczne, w grudniu ubiegłego roku zatwierdzono wprowadzenie od lipca 2026 roku wynoszącej 3 euro opłaty celnej od przesyłek o wartości nie przekraczającej 150 euro. Według danych Komisji Europejskiej ponad 90% takich przesyłek trafia na rynek UE właśnie z Chin. Sądzymy, że działania wymierzone w chińskie towary mogą w nadchodzących miesiącach nasilić się, choć zapewne nie pozostaną bez odpowiedzi. W ostatnim czasie Chiny nałożyły cła na unijny nabiał, a tamtejsze władze używają jako „straszaka” także dostępu do metali ziem rzadkich. W 2026 roku protekcjonizm najprawdopodobniej pozostanie „w modzie”, choć wchodząca w życie umowa o wolnym handlu między UE a Mercosurem i przygotowywana umowa z Indiami przeczy tej tendencji.



CHIŃSKA DEFLACJA...

> ... pokłosiem nadwyżki podaży nad popytem wewnętrznym



Źródło: PBS, BLS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wysoka konkurencyjność cenowa chińskich producentów jest m.in. pokłosiem nadwyżki mocy produkcyjnych, która nie jest absorbowana przez popyt wewnętrzny w drugiej największej gospodarce świata. W efekcie by utrzymać dynamikę wzrostu gospodarczego, która odgrywa kluczowe znaczenie dla tamtejszych władz, Chiny prowadzą ekspansywną politykę handlową, nastawioną mocno na eksport swoich towarów. Polityka ta wspomagana jest też przez powszechne w Państwie Środka subsydia. W efekcie w Chinach deflacja cen produkcji sprzedanej przemysłu trwa już ponad 3 lata i spośród największych gospodarek świata jest zdecydowanie najmocniej zauważalna.

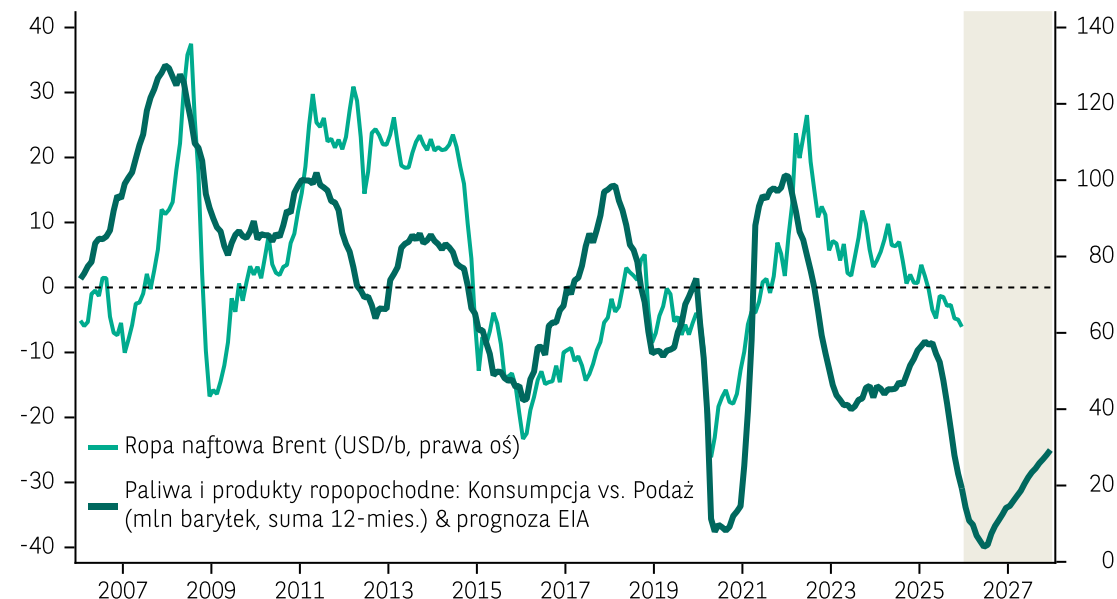
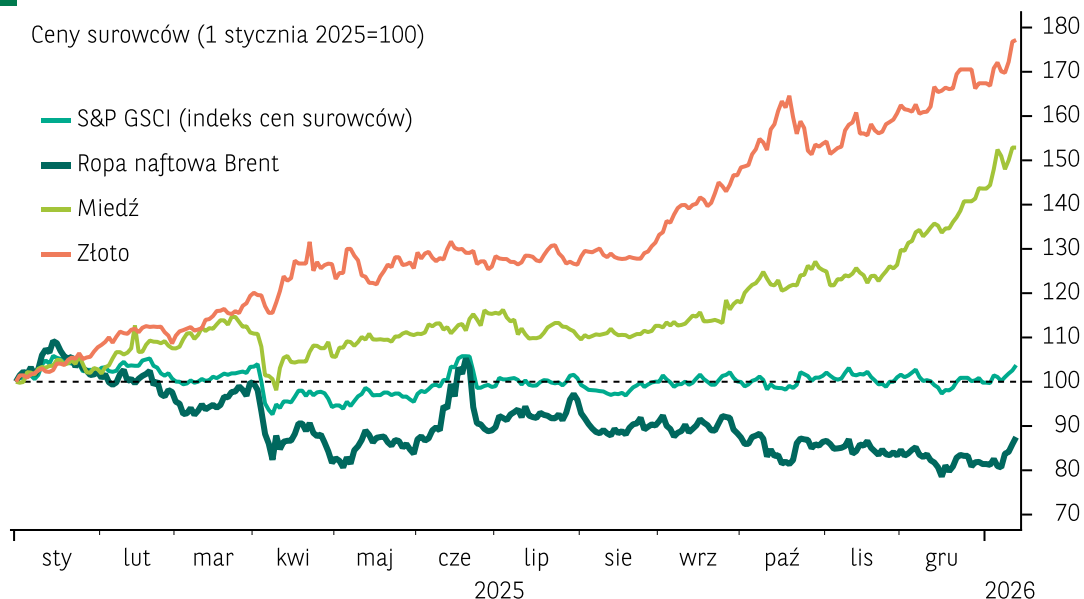
Choć eksportowana z Chin deflacja uderza w przedsiębiorstwa produkcyjne z innych krajów - w tym szczególnie w Europę, która opiera swoją gospodarkę w większym stopniu na przemyśle niż np. USA - jest ona dobrą informacją dla konsumentów, którzy korzystają z niższych cen.



CENY SUROWCÓW...

> ... nie podsycają presji inflacyjnej

Ceny surowców (1 stycznia 2025=100)



Źródło: EIA, Macrobond, Bank BNP Paribas

Poza nadprodukcją i eksportem z Chin, studząco na globalną presję inflacyjną póki co oddziałują także ceny surowców. W ubiegłym roku wyraźnie podrożały metale, w tym złoto, a w ostatnich tygodniach także metale przemysłowe, co najprawdopodobniej ma związek z niepewną sytuacją geopolityczną. Podbijający inflację wpływ droższych metali jest jednak w dużym stopniu niwelowany przez tańsze surowce energetyczne, w tym zwłaszcza ropę naftową, a w przypadku Europy również gaz ziemny. Dodatkowo w wielu krajach – jak np. w Polsce – ograniczająco na ceny przekłada się słabszy dolar, który pomniejsza koszty importu.

Globalna gospodarka rozwija się w umiarkowanym tempie stąd w kolejnych miesiącach spodziewamy się raczej stabilizacji cen surowców. W przypadku ropy naftowej wyższa podaż może przyczynić się nawet do spadków notowań. Kluczowa w tym zakresie będzie jednak geopolityka, w tym m.in wpływ niedawnej amerykańskiej interwencji w Wenezueli i protestów w Iranie na podaż paliw na światowym rynku. Istotny wpływ na rynek ropy naftowej będą mieć też dalszy przebieg wojny w Ukrainie i warunki ewentualnego rozejmu osiągniętego z Rosją.



BNP PARIBAS

Bank zmieniającego się świata

15 stycznia 2026

| 21

KONIEC WOJNY W UKRAINIE...

> ...korzystny dla polskiej gospodarki?



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Koniec wojny w Ukrainie automatycznie poprawiłby nastroje panujące w Polsce i na temat Polski. Jest jednak niepewne czy miałyby to wymierny efekt na polską gospodarkę. Przykładowo wydaje się, że trwająca za naszą wschodnią granicą wojna obecnie nie ciąży specjalnie krajowym aktywom (np. indeksom giełdowym). Dodatkowo od 2022 roku polska nie doświadczyła odpływu kapitału zagranicznego (wręcz przeciwnie) choć skala bezpośrednich inwestycji zagranicznych w dwóch ostatnich latach nieco spadła.

W rezultacie jest wątpliwe czy zakończenie działań militarnych w Ukrainie przyniosłoby hossę w gospodarce realnej, np. poprzez skok inwestycji czy zwiększoną konsumpcję. Pozytywny wpływ dla krajowej gospodarki zapewne uwidoczniłby się we wzroście eksportu, jednak przy jego skali także można postawić znak zapytania.

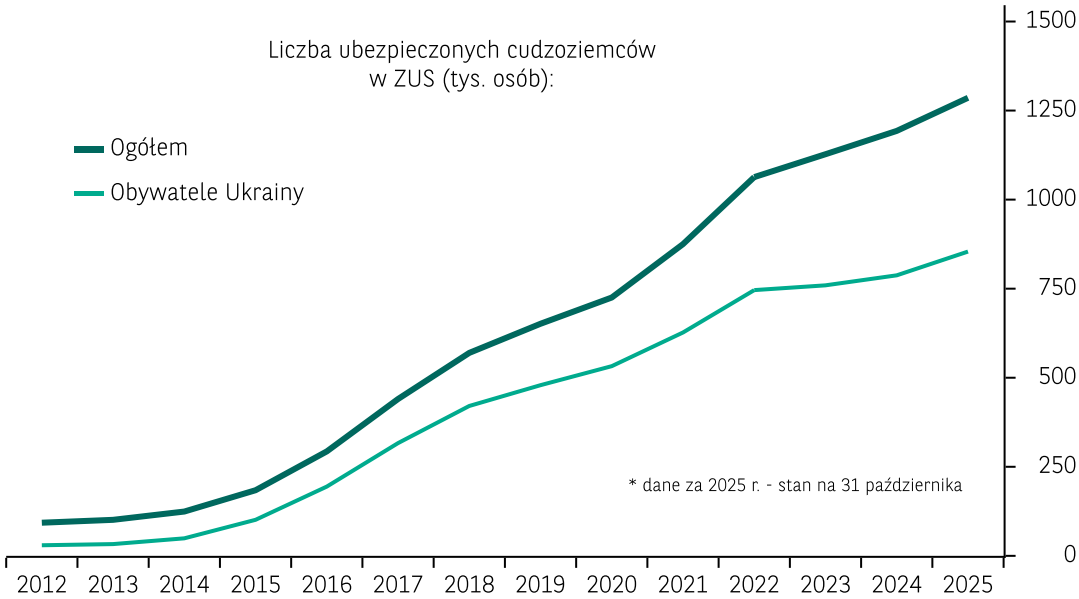


POWRÓT OSÓB Z UKRAINY DO KRAJU...



... czynnikiem ryzyka dla krajowej gospodarki

Liczba osób	Ukraińcy w Polsce	Dorośli	Dzieci
Dokumenty pobytowe	542 049	488 189	53 860
Ochrona czasowa (PESEL-UKR)	967 605	783 338	184 267
RAZEM	1 509 654	1 271 527	238 127



Źródło: migracje.gov.pl, dane.gov.pl, ZUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Choć koniec wojny w Ukrainie byłby bezdyskusyjnie pozytywny z ludzkiego punktu widzenia, przy pewnych okolicznościach przełożenie na polską gospodarkę realną mogłoby wręcz okazać się niekorzystne. Według oficjalnych statystyk w Polsce znajduje się obecnie około 1,5 mln Ukraińców, co stanowi około 4% ogólnej populacji. Z tego 1,27 mln to osoby dorosłe, z których ponad 850 tysięcy jest ubezpieczonych w ZUS, co oznacza, że są one aktywne zawodowo. Dodając do tego osoby pracujące w oparciu o umowy o dzieło i pracę „na czarno” można szacować, że obecnie w Polsce może pracować ponad 1 mln obywateli Ukrainy, co odpowiada 6% ogółu pracujących.

Ewentualny masowy powrót osób z Ukrainy do ojczyzny na skutek osiągniętego porozumienia byłby więc bardzo silnym negatywnym szokiem dla krajowej gospodarki. Ucierpiąta by zarówno strona popytowa (konsumpcja) jak i podażowa (pracownicy). Badania osób z Ukrainy znajdujących się obecnie w Polsce nie sugerują, że koniec wojny oznaczałby dla nich natychmiastowe opuszczenie Polski. Jest to jednak potencjalny czynnik ryzyka, który przy materializacji oznaczałby brak pracowników w wielu branżach, spadek aktywności gospodarczej i wzrost presji płacowej, co z kolei mogłoby przełożyć się na wyższe ceny i pojawienie się wyższej inflacji.



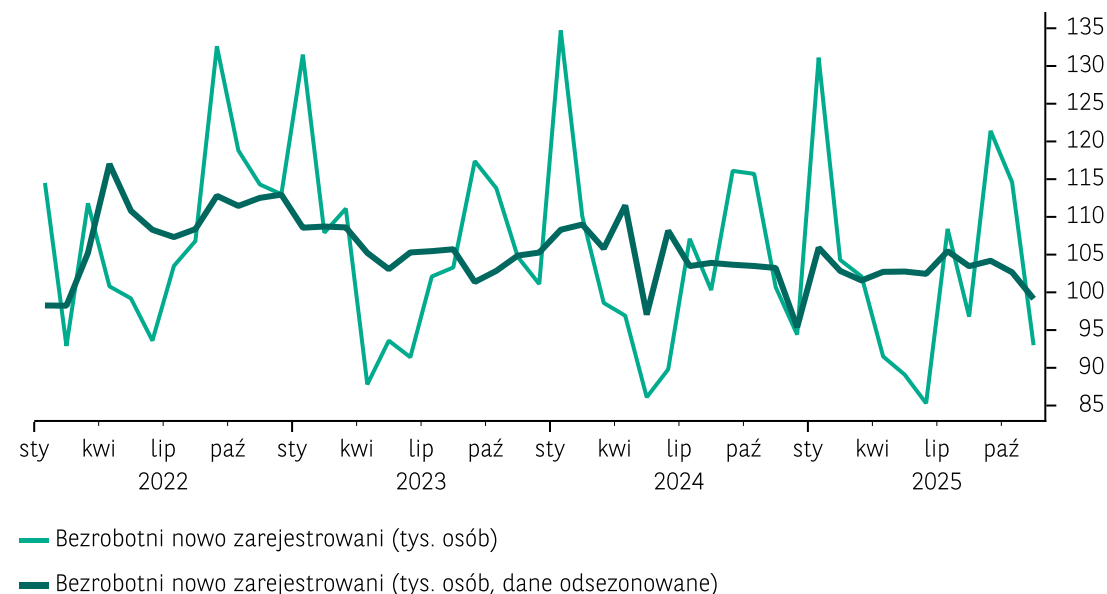
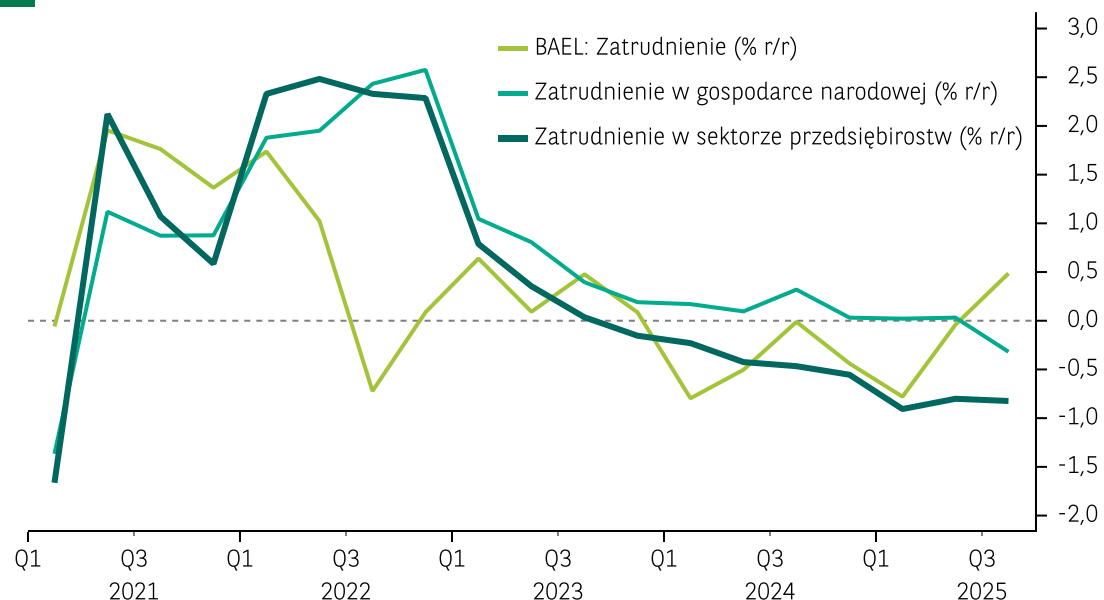
Rynek pracy – w jakim miejscu jesteśmy?



BNP PARIBAS

RYNEK PRACY...

> ... w równowadze na początku 2026 roku



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wyjściowo rynek pracy w Polsce wydaje się na początku 2026 r. znajdować w relatywnej równowadze. Choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w ubiegłym roku spadło o ok. 0,7% r/r, to inne miary badające liczbę pracujących wskazywały raczej na względną stabilizację liczby etatów. Z jednej strony obniżenie się zatrudnienia w dużych firmach było kompensowane przez wakaty w sektorze publicznym. Z drugiej, wydaje się, że w ostatnim czasie na rynku pracy wzrosła też rola umów cywilnoprawnych i/lub samozatrudnienia.

Także dane o stopie bezrobocia wskazują na pewną równowagę na rynku pracy. Choć stopa bezrobocia wyraźnie podniosła się na przestrzeni ubiegłego roku do 5,7% w grudniu 2025 r z 5,0% 12 miesięcy wcześniej, to uważamy, że było to w olbrzymim stopniu efektem zmian administracyjnych (sposób utrzymania statusu bezrobotnego), a nie nasilenia się zwolnień w gospodarce. Potwierdzać zdają się to statystyki o liczbie nowo-zarejestrowanych bezrobotnych, które nie odbiegają od poziomów notowanych w poprzednich latach, a także dane o zwolnieniach grupowych, które także pozostają zbliżone do ubiegłych lat.



SPADKI ZATRUDNIENIA W SEKTORZE PRZEDSIĘBIORSTW...

> ... głównie przez górnictwo i handel

Polska - Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (tys. osób)

Sektor (PKD)	Wartość w listopadzie 2025 r.	Zmiana (% r/r)
		-4 -3 -2 -1 0 1 2
OGÓŁEM	6414,0	
Przetwórstwo przemysłowe	2317,0	
Handel; naprawa pojazdów samochodowych	1290,0	
Transport i gospodarka magazynowa	655,0	
Budownictwo	415,0	
Administrowanie i działalność wspierająca	384,0	
Informacja i komunikacja	310,0	
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	280,2	
Zakwaterowanie i gastronomia	140,0	
Dostawa wody; gospodarowanie ściekami	139,0	
Górnictwo i wydobywanie	118,0	
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną itd.	111,0	
Działalność związana z kulturą (...)	98,1	
Obsługa rynku nieruchomości	95,0	
Pozostała działalność usługowa	31,6	
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	31,5	

Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Mimo względnej stabilizacji na rynku pracy na poziomie makro, w poszczególnych branżach doszło do pewnych przetasowań. W sektorze przedsiębiorstw najmocniej spadło zatrudnienie w górnictwie (-3,3% r/r), co odzwierciedla strukturalne problemy z konkurencyjnością tej gałęzi gospodarki. Mocno zmniejszyła się też liczba pracujących w handlu (-2,9% r/r), co zważywszy na dość solidną konsumpcję wydaje się być pokłosiem postępującej automatyzacji.

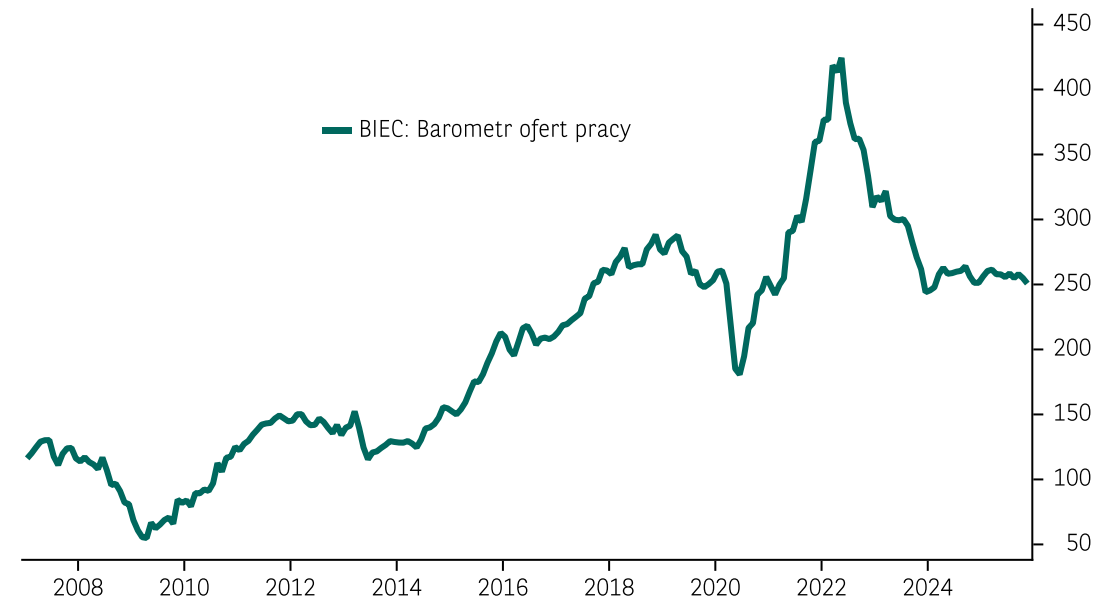
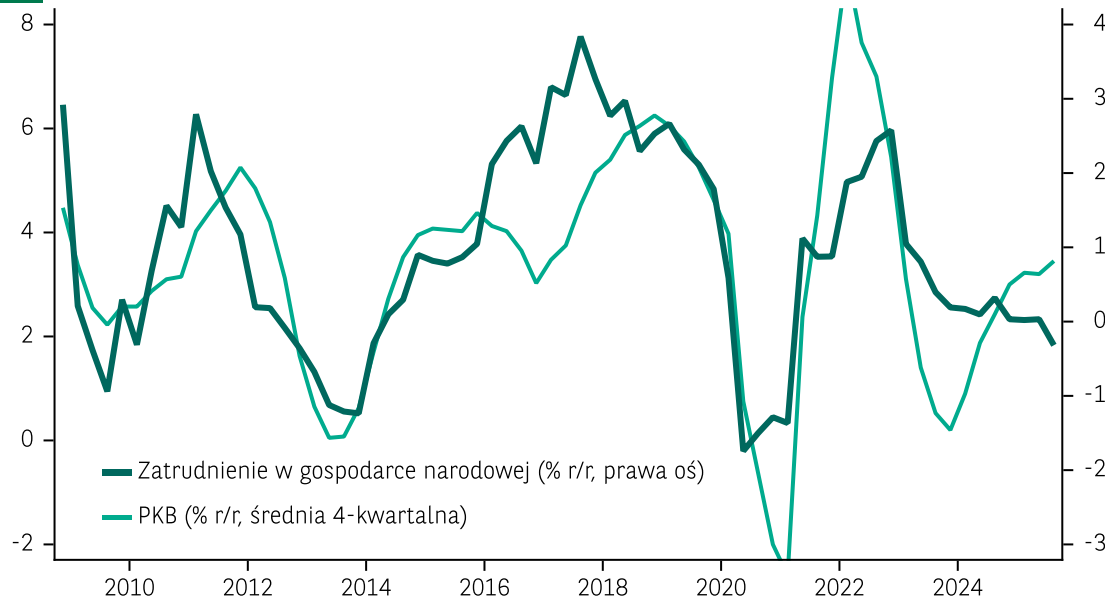
Redukcja etatów w przetwórstwie przemysłowym w ostatnim czasie wyraźnie wyhamowała, co może być sygnałem poprawy perspektyw dla działalności sektora. Niemniej od szczytu w 2022 roku liczba miejsc pracy spadła w przetwórstwie o ok. 80 tys. Również w sektorze transportowym wydaje się, że dotek jeśli chodzi o liczbę pracujących został osiągnięty.

Wciąż solidny popyt na pracę utrzymuje się w branżach usługowych, w tym w zakwaterowaniu i gastronomii, działalności związanej z kulturą oraz obsłudze rynku nieruchomości.

W sektorach przemysłowych mocno w ostatnim czasie zwiększyło się zatrudnienie w energetyce (+1,8% r/r), co może być pokłosiem wysokich potrzeb inwestycyjnych w tym sektorze.

POPYT NA PRACĘ MOŻE ZWIĘKSZYĆ SIĘ W TYM ROKU...

> ...choć nie będzie to „rynek pracownika”



Źródło: GUS, BIEC, Macrobond, Bank BNP Paribas

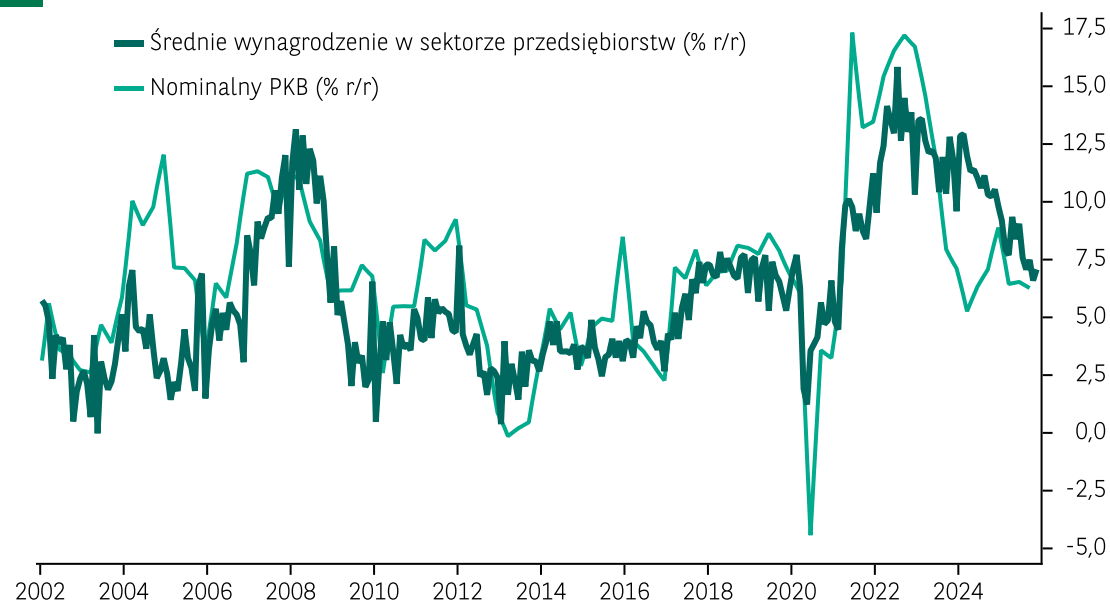
Uważamy, że przy tempie wzrostu gospodarczego oscylującym w zakresie 3,5-4% r/r w 2026 r, popyt na pracę powinien w kolejnych miesiącach nieco przybrać na sile, co z kolei powinno przełożyć się pozytywnie na dane o zatrudnieniu. Nie uważamy jednak, że będziemy mieli do czynienia z rynkiem pracownika i boomem, jeśli chodzi o liczbę ofert pracy.

Bieżące dane o wakatach zdają się to potwierdzać. Choć są one bardzo solidne to nie wskazują na istotny wzrost zapotrzebowania na pracowników, a liczba wolnych miejsc pracy jest obecnie na poziomie z końca 2017 roku. Na taki obraz rynku pracy wskazują też badanie ankietowe przeprowadzone wśród przedsiębiorstw. W sektorze przemysłowym w praktycznie wszystkich działach odsetek firm zgłaszający niedobór pracowników jako barierę dla działalności jest obecnie wyraźnie niższy niż średnio w latach 2015-2023.



NORMALIZACJA PRESJI PŁACOWEJ...

> ... po latach dynamicznego wzrostu wynagrodzeń



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

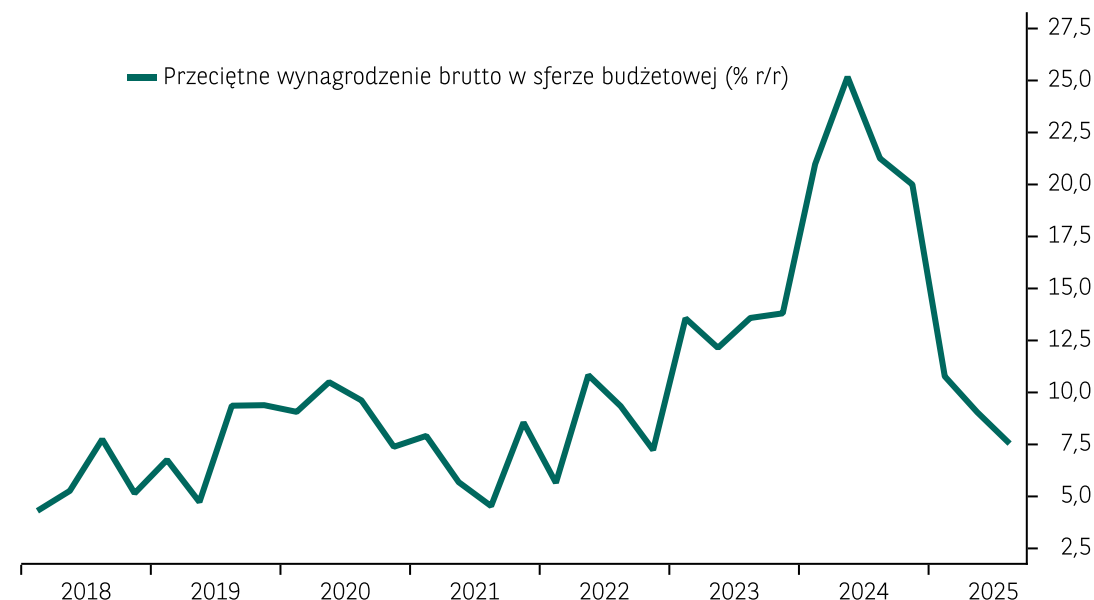
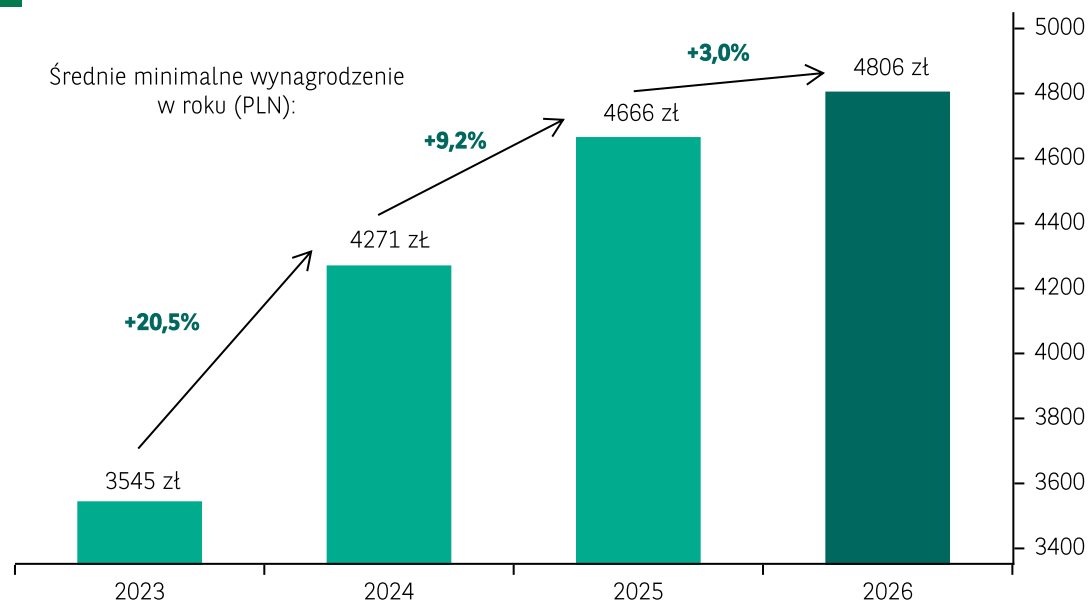
Sadzymy, że względna równowaga na rynku pracy będzie przekładać się także na normalizację presji płacowej po latach bardzo szybkiego tempa wzrostu wynagrodzeń. Przy pewnym zbilansowaniu sił popytu i podaży na rynku pracy spodziewamy się, że w tym roku średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw powinno być zbliżone do tempa nominalnego wzrostu PKB tzn. powinno wynieść około 6-6,5% r/r.

Takie przewidywania zdają się być spójne z planami przedsiębiorców. Według przeprowadzanego przez NBP badania „Szybki Monitoring” obecnie odsetek przedsiębiorstw zgłaszający presję płacową spadł do poziomów z 2017 roku, kiedy tempo wzrostu wynagrodzeń oscylowało w granicach 5-7% r/r.



MNIEJSZE PODWYŻKI MINIMALNEGO WYNAGRODZENIA...

> ... i płac w budżetówce



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Na wyhamowanie dynamiki płac w gospodarce w 2026 roku, wskazuje też mniejsza niż w ubiegłych latach podwyżka minimalnego wynagrodzenia. W styczniu „najniższa krajowa” wzrosła tylko o 3% wobec +9,2% w 2025 roku i +20,5% w 2024 roku.

Dodatkowo o stosunkowo niedużo zwiększą się też wynagrodzenia w sektorze publicznym. Według ustawy budżetowej na 2026 rok kwota bazowa dla wynagrodzeń nauczycieli; pracowników państwowej sfery budżetowej, w tym funkcjonariuszy i żołnierzy, ma zwiększyć się o 3%. Na przestrzeni ostatnich lat wynagrodzenia w „budżetówce” rosły zdecydowanie szybciej, co także mocno przyczyni się do obniżenia dynamiki płac ogółem w gospodarce w tym roku.



Presja kosztowa spada – wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw

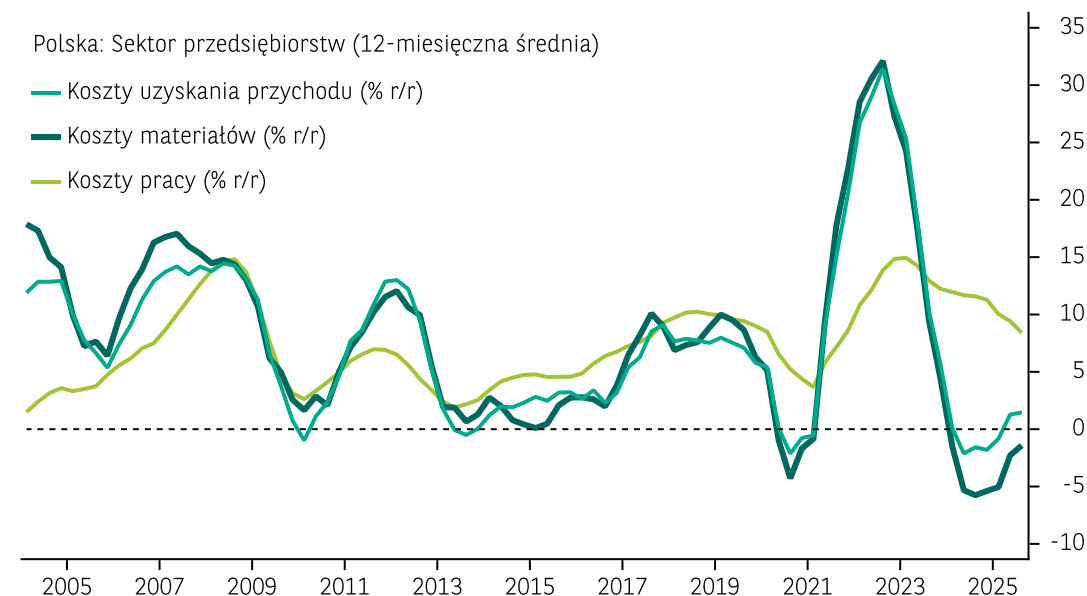
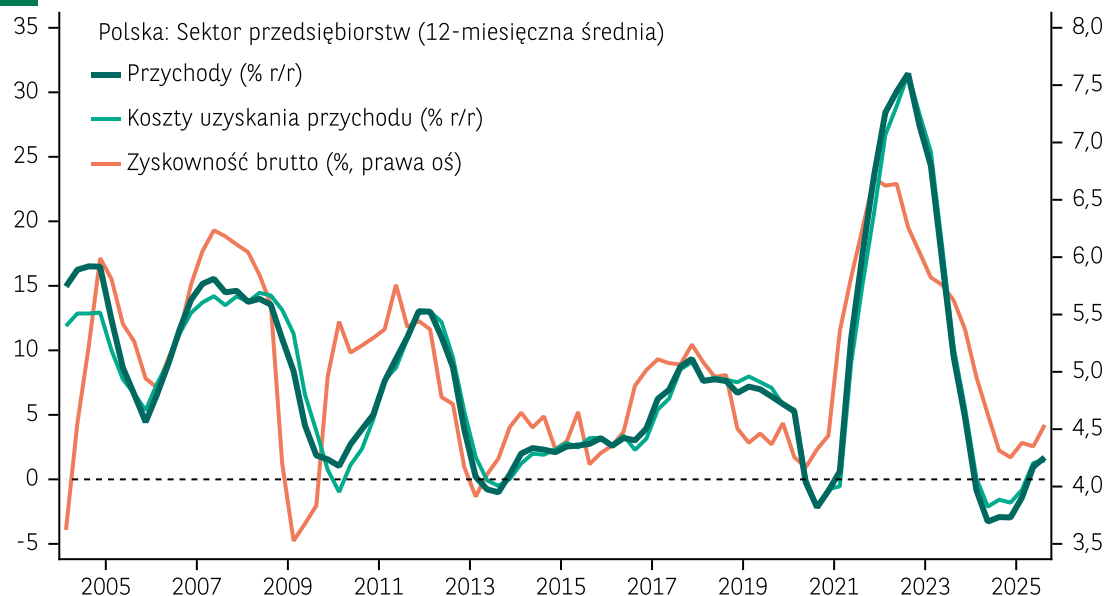


BNP PARIBAS

ZYSKI SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW W UBIĘGŁYM ROKU UROSŁY...



...choć wciąż daleko im do rekordowych poziomów



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Głównym czynnikiem poprawy zyskowności polskiego sektora przedsiębiorstw w 2025 roku były niskie koszty, głównie materiałów. Spadają one zresztą nieprzerwanie od 2023 roku, odzwierciedlając obniżające się ceny surowców oraz aprecjację złota, zwłaszcza wobec dolara. Słabnie również dynamika wynagrodzeń i kosztów pracy.

Spodziewamy się, że koszty pozostaną bardzo ważnym elementem budowy zyskowności firm w Polsce w roku 2026 (przede wszystkim w pierwszej jego połowie). Stabilizacji cen surowców (w walucie krajowej) będzie towarzyszyć dalsze obniżenie tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń, a co za tym idzie – kosztów pracy. Niższe stopy procentowe wskazują również na obniżenie kosztów finansowych przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach. Z kolei przychody firm będą rosły, choć tempo tego wzrostu będzie ograniczane przez niskie (wciąż spadające) ceny producentów, pomimo wyższej produkcji branż przemysłowych i usługowych w ujęciu realnym.



WYNIKI FINANSOWE W PRZEMYŚLE I BUDOWNICTWIE W UBIĘGŁYM ROKU...

>

... sektor energetyczny i usługi komunalne górá!

PKD	Branża	Renowność brutto Q3 2025 (%)	Różnica vs. 2022 (pp)	Przychody vs. koszty ogółem	Q3 2025 vs. 2022							
					Przychody ogółem	Produkcja	Ceny	Koszty ogółem	Koszty materiałów	Koszty pracy i B2B	Wynagro-dzenia	Zatrud-nienie
B	Górnictwo	-6,8	-25,3	-25,6%	-16,8%	-11,6%	-2,5%	8,8%	-8,1%	25,3%	23,5%	-0,5%
C	Przetwórstwo przemysłowe	4,7	-2,0	-2,0%	-4,4%	0,6%	-4,7%	-2,5%	-9,4%	30,5%	32,2%	-2,6%
D	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię	8,1	3,3	0,9%	-23,0%	-2,2%	-24,3%	-23,9%	-63,0%	29,1%	32,6%	-1,1%
E	Dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami	10,0	2,0	0,2%	16,9%	8,6%	9,3%	16,8%	-9,7%	36,1%	33,8%	0,5%
F	Budownictwo	5,6	-2,8	-2,9%	13,6%	-11,5%	25,5%	16,4%	-0,8%	21,4%	28,9%	-2,2%

W ubiegłym roku sektor energetyczny oraz usługi komunalne poprawiły wyraźnie swoją rentowność, zarówno wobec 2022 roku, jak też i w ujęciu rocznym. Spadające koszty materiałów były głównym powodem lepszych wyników finansowych w obu branżach, choć w usługach komunalnych szybko rosły również przychody (zarówno produkcja oraz ceny). Na tym tle przetwórstwo przemysłowe, budownictwo, a zwłaszcza górnictwo (ujemna rentowność!) wypadają słabo.

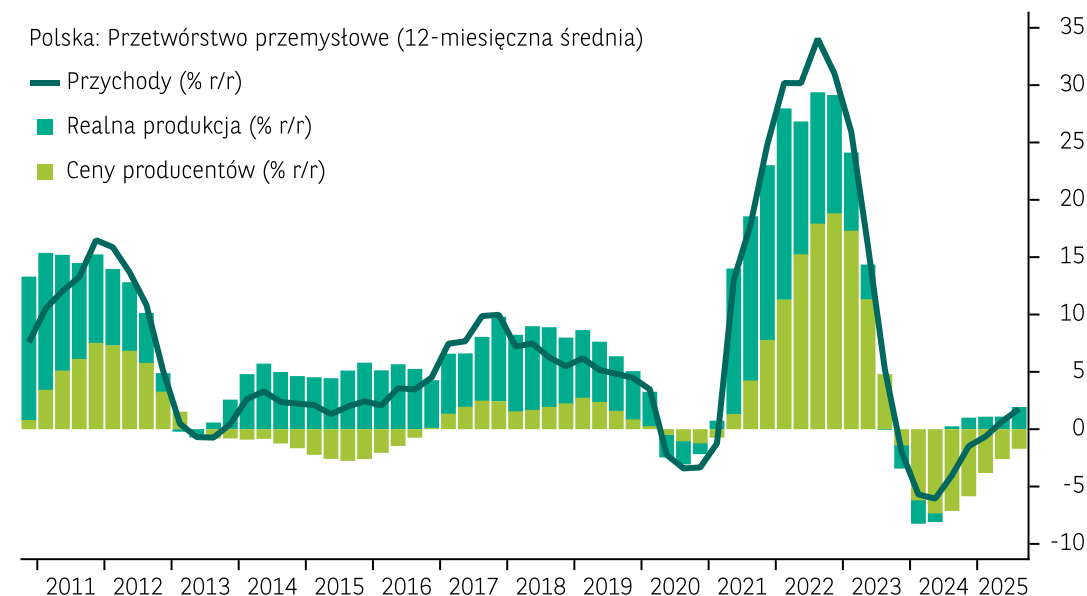
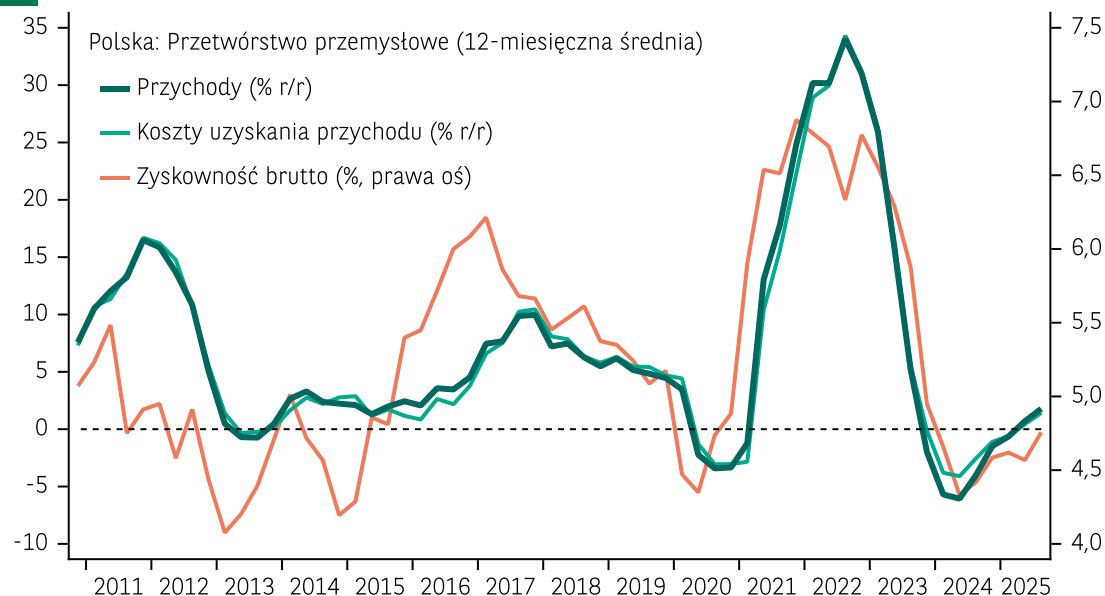
PKD	Branża	Renowność brutto Q3 2025 (%)	Różnica vs. Q3 2024 (pp)	Przychody vs. koszty ogółem	Q3 2025 vs. Q3 2024							
					Przychody ogółem	Produkcja	Ceny	Koszty ogółem	Koszty materiałów	Koszty pracy i B2B	Wynagro-dzenia	Zatrud-nienie
B	Górnictwo	-6,8	4,0	3,2%	-10,2%	-3,3%	-6,5%	-13,4%	-5,8%	1,1%	0,3%	-3,2%
C	Przetwórstwo przemysłowe	4,7	0,2	0,2%	2,0%	4,5%	-1,3%	1,8%	2,2%	8,8%	7,9%	-0,5%
D	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię	8,1	2,0	1,9%	-9,6%	-4,1%	-1,0%	-11,5%	-21,8%	9,2%	1,1%	1,8%
E	Dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami	10,0	0,6	0,6%	5,6%	3,6%	2,5%	5,0%	-4,5%	11,8%	9,2%	0,0%
F	Budownictwo	5,6	-0,7	-0,9%	8,8%	-2,0%	2,8%	9,6%	5,8%	9,6%	7,8%	-0,2%

Źródło: GUS, Bank BNP Paribas; pogrubioną czcionką zaznaczono branże w których poprawiła się rentowność; na czerwono zaznaczono wartości ujemne

PRZYCHODY PRZETWÓRSTWA PRZEMYSŁOWEGO POD PRESJĄ SPADAJĄCYCH CEN...



... choć produkcja w ujęciu realnym stopniowo przyspiesza



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Podobnie jak w przypadku całego sektora przedsiębiorstw również w przetwórstwie przemysłowym w ubiegłym roku rentowność firm poprawiła się. Wciąż jednak jest ona wyraźnie niższa niż w rekordowym pod tym względem 2022 roku. Również odsetek rentownych firm przemysłowych (73%) jest obecnie nieco wyższy niż 12 miesięcy temu (71%), ale wyraźnie niższy niż w latach 2021-22, kiedy przekraczał on 80%. W całym sektorze poprawie zysków sprzyjały przede wszystkim koszty, rosnące wolniej niż przychody. Wzrost przychodów przetwórstwa przemysłowego był ograniczany przez dalej spadające ceny produkcji sprzedanej.

Niemniej rosnąca stopniowo w ujęciu realnym produkcja daje nadzieję na wyraźniejszą poprawę wyników w roku bieżącym. Ostatnie dane wskazują bowiem, iż w coraz większej licznie branż przetwórczych przychody - dzięki przyspieszającej produkcji - zaczynają rosnąć w coraz szybszym tempie, zaś presja kosztowa pozostaje ograniczona.



WYNIKI PRZETWÓRSTWA PRZEMYSŁOWEGO - 2025 VS. 2022

PKD	Przetwórstwo przemysłowe	Renowność brutto Q3 2025 (%)	Różnica vs. 2022 (pp)	Przychody vs. koszty ogółem	Q3 2025 vs. 2022							
					Przychody ogółem	Produkcja	Ceny	Koszty ogółem	Koszty materiałów	Koszty pracy i B2B	Wynagrodzenia	Zatrudnienie
10.00	Artykuły spożywcze	5,0	0,3	-0,1%	11,7%	9,7%	0,5%	11,8%	4,5%	47,1%	35,2%	1,3%
11.00	Napoje	8,2	2,8	2,4%	6,4%	-8,4%	10,7%	4,0%	-11,0%	33,5%	36,4%	0,4%
13.00	Tekstylia	3,3	-0,6	0,4%	-14,2%	-6,9%	-2,2%	-14,6%	-28,6%	16,6%	37,0%	-13,0%
14.00	Odzież	7,3	-0,7	2,9%	1,1%	5,9%	4,2%	-1,8%	-13,3%	14,1%	41,3%	-17,5%
16.00	Wyroby z drewna	5,0	-6,3	-6,5%	-21,6%	-7,3%	-13,6%	-15,0%	-26,0%	17,0%	33,7%	-11,9%
17.00	Papier i wyroby z papieru	6,9	-3,1	-3,0%	-13,0%	-2,5%	-11,9%	-10,0%	-20,8%	36,0%	30,5%	2,1%
18.00	Poligrafia i reprodukcja	6,0	-0,9	-1,7%	-3,0%	5,3%	-5,0%	-1,4%	-13,8%	16,6%	26,8%	-4,6%
20.00	Chemikalia i wyroby chemiczne	4,3	-4,2	-4,0%	-19,8%	-10,4%	-11,9%	-15,8%	-29,3%	29,3%	23,6%	1,0%
21.00	Substancje farmaceutyczne i leki	15,9	1,1	-2,9%	12,2%	8,2%	10,9%	15,1%	-0,4%	30,8%	24,5%	2,2%
22.00	Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	5,4	-1,4	-1,7%	-11,1%	-0,5%	-11,7%	-9,5%	-21,6%	27,4%	29,2%	-2,6%
23.00	Wyroby z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych	8,3	-0,4	-0,9%	-8,6%	-3,2%	-1,7%	-7,7%	-13,4%	19,2%	29,7%	-5,2%
24.00	Metale	1,4	-5,7	-4,5%	-28,8%	-7,4%	-21,4%	-24,3%	-32,4%	24,9%	26,0%	-5,9%
25.00	Metalowe produkty gotowe	6,4	-1,0	-1,2%	-9,9%	0,1%	-10,0%	-8,7%	-22,2%	24,1%	27,6%	-2,7%
26.00	Komputery i elektronika	6,4	2,1	2,3%	-4,2%	2,9%	-6,4%	-6,5%	-10,6%	42,8%	33,8%	1,2%
27.00	Urządzenia elektryczne	1,9	-3,0	-2,6%	-18,6%	-21,0%	-3,1%	-16,0%	-24,3%	6,4%	30,8%	-7,1%
28.00	Maszyny i urządzenia	6,0	-1,3	-1,7%	5,8%	7,4%	-1,9%	7,5%	-4,6%	32,8%	30,9%	-2,1%
29.00	Pojazdy samochodowe i części	3,6	0,3	0,5%	13,9%	14,4%	-5,2%	13,4%	10,7%	37,5%	33,5%	0,7%
30.00	Pozostały sprzęt transportowy	5,9	1,9	4,2%	32,4%	30,5%	3,3%	28,2%	25,7%	40,0%	32,5%	8,5%
31.00	Meble	4,4	-0,8	-0,3%	-8,7%	-2,7%	-6,6%	-8,3%	-21,2%	18,2%	34,5%	-11,6%
32.00	Pozostałe wyroby	5,6	-1,7	-1,9%	13,6%	-	-	15,5%	-3,0%	57,5%	-	-
33.00	Naprawa i konserwacja	4,6	1,0	0,6%	38,7%	-	-	38,2%	43,4%	28,0%	-	-

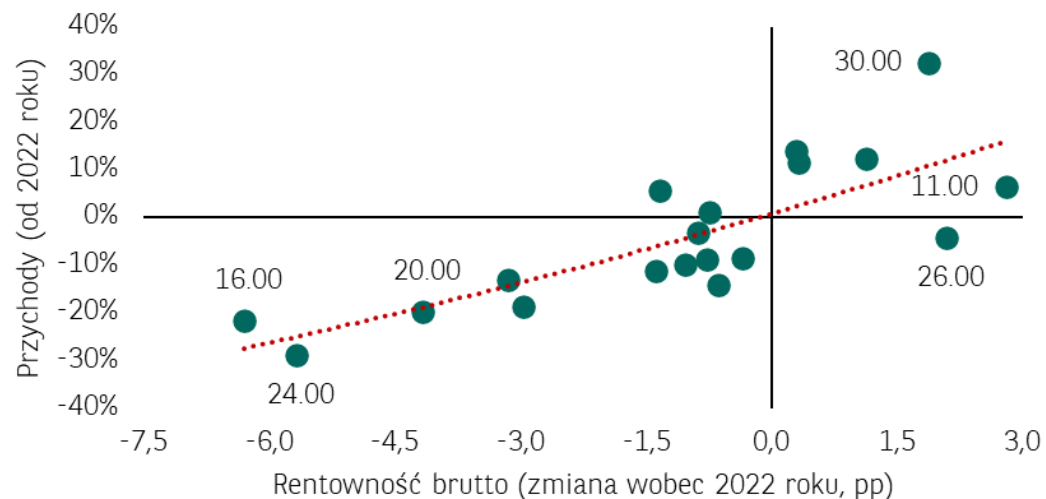
Źródło: GUS, Bank BNP Paribas; pogrubioną czcionką zaznaczono branże w których poprawiła się rentowność; na czerwono zaznaczono wartości ujemne

PRZEMYSŁ PRZETWÓRCZY OD 2022 ROKU - RENTOWNOŚĆ, PRZYCHODY, PRODUKCJA...

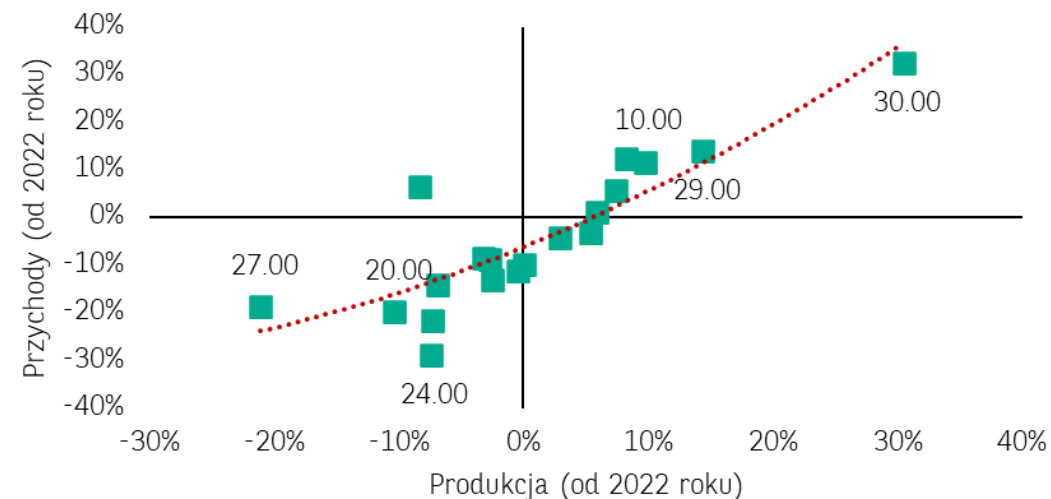


...szły w parze

Działy przetwórstwa przemysłowego (Q3 2025 vs. 2022)



Działy przetwórstwa przemysłowego (Q3 2025 vs. 2022)



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

W dłuższym terminie (od 2022 roku) zmiana rentowności w poszczególnych branżach przetwórstwa przemysłowego szła w parze ze zmianą przychodów, a te, z kolei, ze zmianą realnej produkcji. Jest to przede wszystkim dobrze widoczne w danych o sektorach, które w ostatnich latach ucierpiały najmocniej: przemysł chemiczny (PKD 20), metalurgiczny (PKD 24), oraz drzewny (PKD 16).

Z kolei wśród „wygranych” na uwagę zasługują producenci pozostałych środków transportu (PKD 30), charakteryzujący się zarówno istotną poprawą rentowności, jak też i przychodów oraz produkcji w ujęciu realnym w porównaniu do 2022 roku.



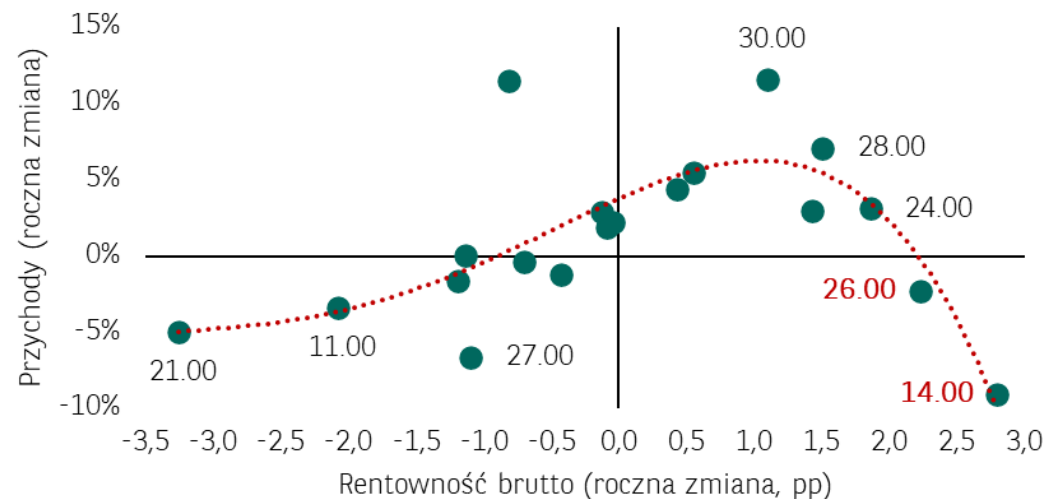
PKD	Przetwórstwo przemysłowe	Renowność brutto Q3 2025 (%)	Różnica vs. Q3 2024 (pp)	Przychody vs. koszty ogółem	Q3 2025 vs. Q3 2024							
					Przychody ogółem	Produkcja	Ceny	Koszty ogółem	Koszty materiałów	Koszty pracy i B2B	Wynagrodzenia	Zatrudnienie
10.00	Artykuły spożywcze	5,0	-0,8	-1,0%	11,5%	7,1%	0,7%	12,4%	13,1%	16,6%	9,3%	1,9%
11.00	Napoje	8,2	-2,1	-2,2%	-3,4%	-6,6%	-2,3%	-1,2%	-9,4%	6,3%	7,0%	0,0%
13.00	Tekstylia	3,3	-1,2	-1,2%	-1,6%	-0,7%	-0,7%	-0,4%	-3,8%	4,0%	8,0%	-3,3%
14.00	Odzież	7,3	2,8	2,7%	-9,1%	2,5%	-3,2%	-11,7%	-11,8%	-11,3%	9,5%	-10,9%
16.00	Wyroby z drewna	5,0	0,6	0,6%	5,5%	3,8%	-1,0%	4,9%	4,8%	8,9%	8,2%	-3,3%
17.00	Papier i wyroby z papieru	6,9	0,0	0,0%	2,2%	2,6%	-2,2%	2,3%	1,9%	8,9%	6,6%	1,0%
18.00	Poligrafia i reprodukcja	6,0	-0,7	-0,8%	-0,3%	1,1%	-2,7%	0,4%	-0,7%	-1,5%	1,8%	-2,7%
20.00	Chemikalia i wyroby chemiczne	4,3	-0,4	-0,4%	-1,2%	-3,1%	0,1%	-0,8%	-3,3%	7,1%	4,3%	-1,6%
21.00	Substancje farmaceutyczne i leki	15,9	-3,3	-3,8%	-5,0%	-2,5%	2,6%	-1,2%	9,5%	6,8%	4,4%	3,7%
22.00	Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	5,4	-1,1	-1,2%	0,0%	1,6%	-1,3%	1,3%	-0,4%	7,8%	8,1%	-1,7%
23.00	Wyroby z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych	8,3	-0,1	-0,1%	2,9%	5,3%	-0,2%	3,0%	4,7%	10,2%	6,4%	1,7%
24.00	Metale	1,4	1,9	1,9%	3,1%	7,0%	-4,8%	1,2%	0,8%	8,1%	9,0%	-1,6%
25.00	Metalowe produkty gotowe	6,4	0,4	0,5%	4,4%	6,4%	-2,6%	3,9%	-0,3%	9,0%	7,9%	-0,2%
26.00	Komputery i elektronika	6,4	2,2	2,3%	-2,3%	1,7%	-2,0%	-4,6%	-1,5%	14,1%	9,9%	1,2%
27.00	Urządzenia elektryczne	1,9	-1,1	-1,1%	-6,6%	-0,2%	-1,5%	-5,5%	-7,8%	-1,1%	8,1%	-5,1%
28.00	Maszyny i urządzenia	6,0	1,5	1,7%	7,1%	11,0%	-0,8%	5,4%	2,1%	9,6%	9,4%	-2,9%
29.00	Pojazdy samochodowe i części	3,6	1,4	1,5%	3,0%	7,7%	-0,4%	1,5%	1,4%	7,3%	8,2%	-1,0%
30.00	Pozostały sprzęt transportowy	5,9	1,1	1,3%	11,6%	13,6%	1,4%	10,3%	10,2%	12,1%	9,8%	3,6%
31.00	Meble	4,4	-0,1	-0,1%	1,9%	3,9%	-1,2%	2,0%	-0,5%	6,0%	8,4%	-1,4%
32.00	Pozostałe wyroby	5,6	0,6	0,7%	16,1%	-	-	15,3%	8,6%	23,8%	-	-
33.00	Naprawa i konserwacja	4,6	0,5	0,7%	34,7%	-	-	34,0%	69,5%	5,8%	-	-

Źródło: GUS, Bank BNP Paribas; pogrubioną czcionką zaznaczono branże w których poprawiła się rentowność; na czerwono zaznaczono wartości ujemne

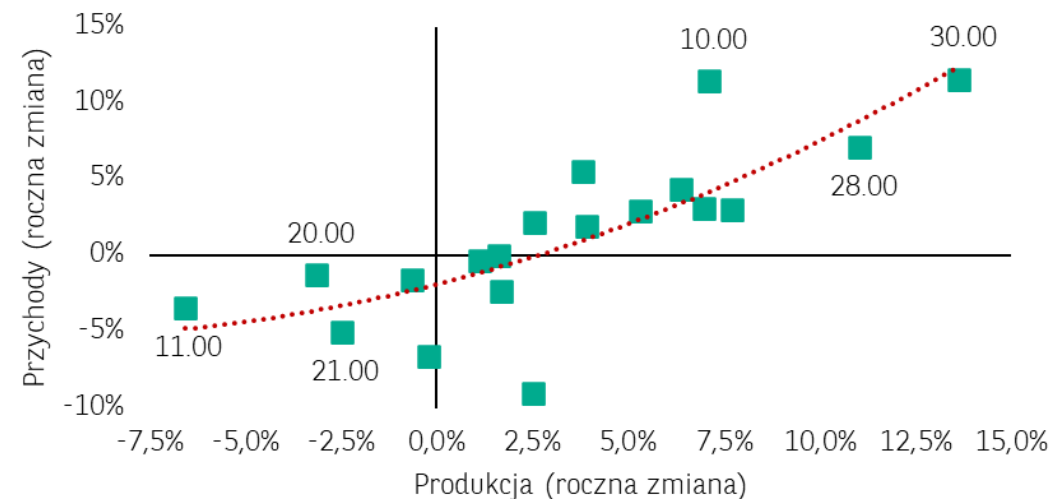
PRZEMYSŁ PRZETWÓRCZY W UBIĘGŁYM ROKU - RENTOWNOŚĆ NADAL FUNKCJĄ PRZYCHODÓW

> ...ale i dyscypliny kosztowej

Działy przetwórstwa przemysłowego (Q3 2025 vs. Q3 2024)



Działy przetwórstwa przemysłowego (Q3 2025 vs. Q3 2024)



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

W porównaniu do analogicznego okresu 2024 roku w trzecim kwartale ubiegłego roku 10 na 21 działów przetwórstwa przemysłowego (dla których GUS publikuje dane) poprawiła się rentowność, zaś w 13 z nich wzrosły przychody. Deflacja cen producentów wciąż dotyczyła 15 sektorów, ale 14 branż odnotowało wzrost produkcji.

W ostatnim czasie wzrost rentowności w poszczególnych działach przetwórstwa przemysłowego również pozostawał głównie funkcją rosnących przychodów (a te realnej produkcji). Niemniej jednak firmy z branż w których rentowność w ujęciu rocznym poprawiła się najmocniej (producenci odzieży – PKD 14; oraz elektroniki – PKD 26) zawdzięczały to przede wszystkim znaczącym obniżkom kosztów. Choć czynnik kosztowy nadal będzie odgrywał istotną rolę w kształtowaniu sytuacji finansowej branż, to kluczowe będą naszym zdaniem przychody i produkcja w ujęciu realnym.



PERSPEKTYWY BRANŻ PRZETWÓRSTWA PRZEMYSŁOWEGO

PKD	Oczekiwana produkcja i ceny (Q4 2025) - roczna zmiana	Produkcja	Ceny	Przychody (w przybliżeniu)
C	Przetwórstwo przemysłowe, ogółem	3,0	3,6	6,6
10-12	Artykuły spożywcze, napoje, wyroby tytoniowe	2,9	-3,1	-0,2
13	Tekstylia	-1,7	5,9	4,2
14	Odzież	-7,4	4,5	-2,9
15	Wyroby ze skóry	2,9	4,7	7,6
16	Wyroby z drewna, z wyłączeniem mebli	14,7	11,7	26,4
17	Papier i wyroby z papieru	-1,1	-0,3	-1,4
18	Poligrafia i reprodukcja	0,7	1,1	1,8
19	Produkcja koksu i produktów z ropy naftowej	37,6	-1,0	36,6
20	Chemikalia i wyroby chemiczne	1,8	9,8	11,6
21	Substancje farmaceutyczne i leki	0,2	13,6	13,8
22	Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	-1,0	2,3	1,3
23	Wyroby z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych	-3,1	14,6	11,5
24	Metale	-7,3	4,4	-2,9
25	Metalowe produkty gotowe	2,7	8,7	11,4
26	Komputery i elektronika	6,4	5,1	11,5
27	Urządzenia elektryczne	-3,3	8,5	5,2
28	Maszyny i urządzenia	11,6	7,3	18,9
29	Pojazdy samochodowe i części	-4,3	2,0	-2,3
30	Pozostały sprzęt transportowy	1,8	5,0	6,8
31	Meble	2,2	1,2	3,4
32	Pozostałe wyroby	0,8	8,9	9,7
33	Naprawa i konserwacja	5,7	1,6	7,3

Badania koniunktury GUS, obejmujące oczekiwaną produkcję i ceny w poszczególnych działach przetwórstwa przemysłowego, wskazują na ryzyko spadku przychodów jedynie w 5 z 22 branż w krótkim terminie. Jednak jedynie w sektorze rolno-spożywczym i tytoniowym spadek przychodów będzie skutkiem spadających cen. W świetle badań koniunktury najstabsze perspektywy przychodów (oraz produkcji w ujęciu realnym) rysują się przed producentami metali, odzieży, a także – ponownie – przed szeroko pojętą branżą *automotive*.

Najbardziej optymistycznie patrzą w przyszłość producenci koksu oraz wyrobów rafinacji ropy naftowej, ale także maszyn i urządzeń, oraz wyrobów z drewna (z wyłączeniem mebli). Nie jest to naszym zdaniem zaskakujące. Wszystkie te branże są bowiem silnie zależne od popytu inwestycyjnego w całej gospodarce Polski (jak i również w innych krajach UE).

Wyższym przychodom branż przetwórstwa przemysłowego sprzyjać powinien zakładany przez firmy koniec deflacji cen producentów. Jedynie w 3 na 22 sektory oczekiwane są dalsze spadki cen w najbliższym czasie. Produkcja ma zaś w ujęciu realnym rosnąć w większości działów...

Źródło: GUS, Bank BNP Paribas; na zielono zaznaczono 5 „najlepszych” w świetle badań koniunktury branż, zaś na czerwono 5 „najstabszych”

WYGRANI I PRZEGRANI W 2026 ROKU?

Branże o najlepszych perspektywach rozwoju w 2026 roku	Czynniki
Wyroby z drewna, z wyłączeniem mebli	Silniejszy popyt (inwestycyjny) w kraju i zagranicą
Chemikalia i wyroby chemiczne	Silniejszy popyt zagranicą i wyższe ceny produkcji
Substancje farmaceutyczne i leki	Wysoka elastyczność dochodowa popytu, starzejąca się populacja
Wyroby z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych	Silniejszy popyt (inwestycyjny) w kraju
Metalowe produkty gotowe	Silniejszy popyt (inwestycyjny) w kraju
Komputery i elektronika	Silniejszy popyt w kraju i zagranicą; wyższe ceny produkcji
Maszyny i urządzenia	Silniejszy popyt (inwestycyjny) w kraju i zagranicą
Branże o najłabszych perspektywach rozwoju w 2026 roku	Czynniki
Artykuły spożywcze, napoje, wyroby tytoniowe	Ograniczony potencjał wzrostu produkcji i spadające ceny
Odzież	Rosnąca konkurencja (cenowa) z importu
Papier i wyroby z papieru	Słabszy popyt w kraju i zagranicą; spadające ceny
Metale	Wysoka konkurencja (cenowa) z importu
Pojazdy samochodowe i części	Wysoka konkurencja cenowa i słabszy popyt w kraju i zagranicą



Dochody vs Oszczędności – rzut oka na konsumenta

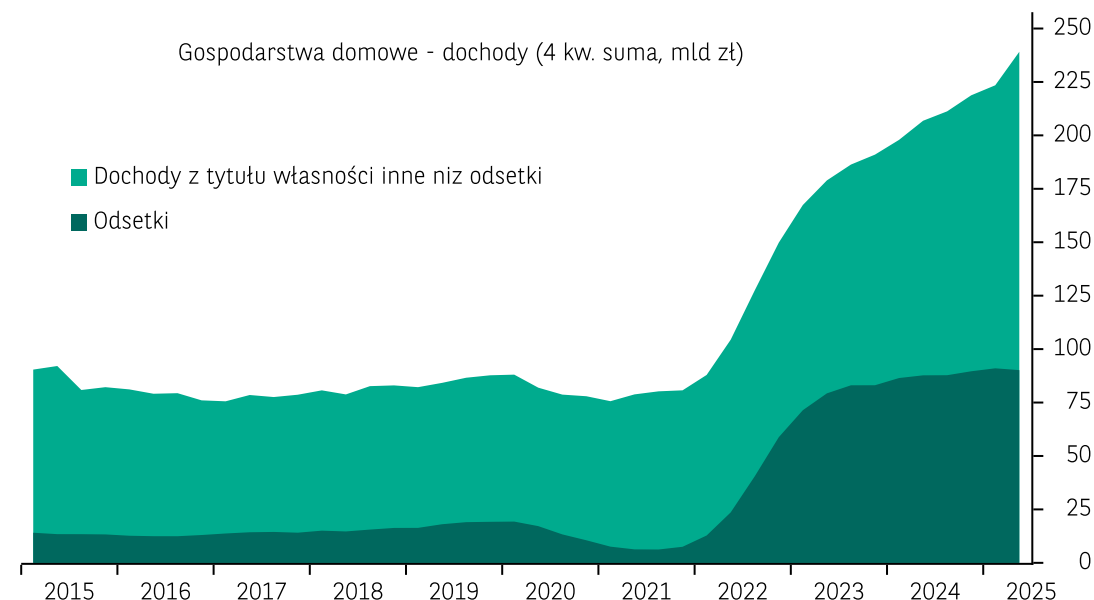
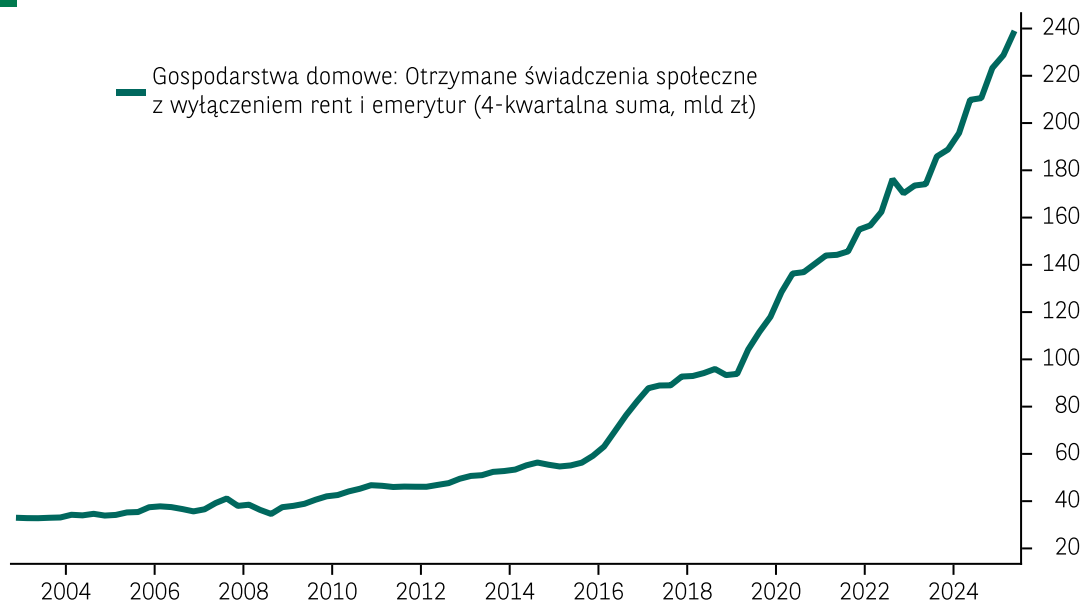


BNP PARIBAS

DOCHODY GOSPODARSTW DOMOWYCH...



... nie będą w tym roku rosły tak szybko jak w ubiegłych latach



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

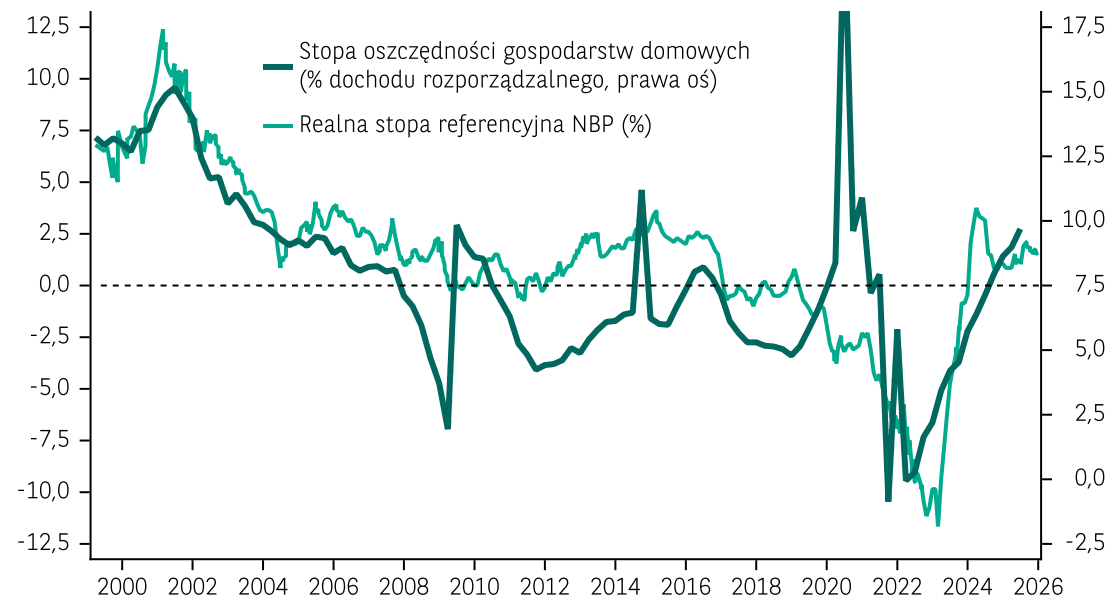
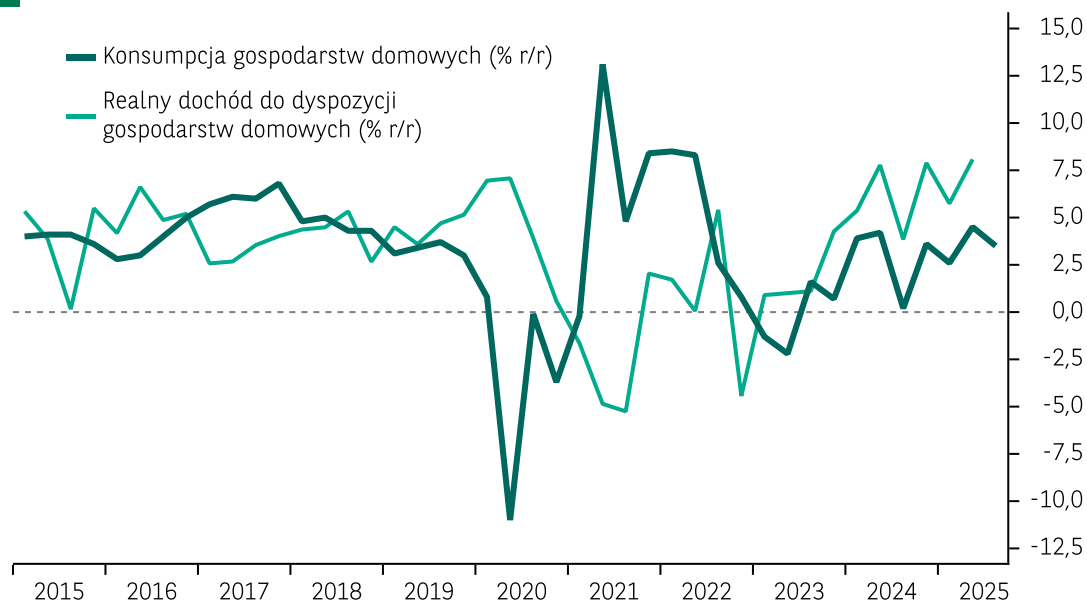
O ile niższa dynamika płac może w tym roku korzystnie oddziaływać na rentowność przedsiębiorstw, z drugiej strony będzie to czynnik ograniczający tempo wzrostu nominalnych dochodów gospodarstw domowych. Również inne elementy składające się na wpływy gospodarstw domowych najprawdopodobniej nie będą w tym roku rosły tak szybko jak miało to miejsce w latach ubiegłych. Po okresie bardzo szybkiego wzrostu świadczeń społecznych wypłacanych gospodarstwom domowym (wprowadzenie 800+ w 2024 r i pełne uruchomienie programu Aktywny Rodzic w 2025 r.) w Ustawie Budżetowej na rok 2026 nie uwzględniono nowych znaczących transferów. Również waloryzacja emerytur w bieżącym roku będzie niższa niż w poprzednich latach i wyniesie ok. 4,5-5%.

W tym roku spaść może też dynamika wzrostu dochodów z tytułu własności. Zyski gospodarstw domowych z tego tytułu na przestrzeni ostatnich lat żwawo rosły (z mniej niż 100 mld zł w 2021 r. do ok. 230-240 mld zł w roku ubiegłym) do czego przyczyniały się relatywnie szybko zwiększające się aktywa, a także wyższe stopy procentowe. Spodziewamy się, że w tym roku wpływy z własności nie będą już tak szybko rosnąć, a mogą nawet nieznacznie się obniżyć. Kluczowym czynnikiem odgrywającym tu rolę będą niższe niż w ubiegłych latach stopy procentowe. Ich przełożenie na dochody gospodarstw domowych będzie jednak niwelowane przez dalsze zwiększanie się innych niż odsetki kategorii wpływów (np. dywidendy) oraz mniejsze obciążenie obsługą kredytów. .



SKŁONNOŚĆ DO OSZCZĘDZANIA...

> ...kluczowa dla perspektyw konsumpcji



Źródło: Eurostat, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

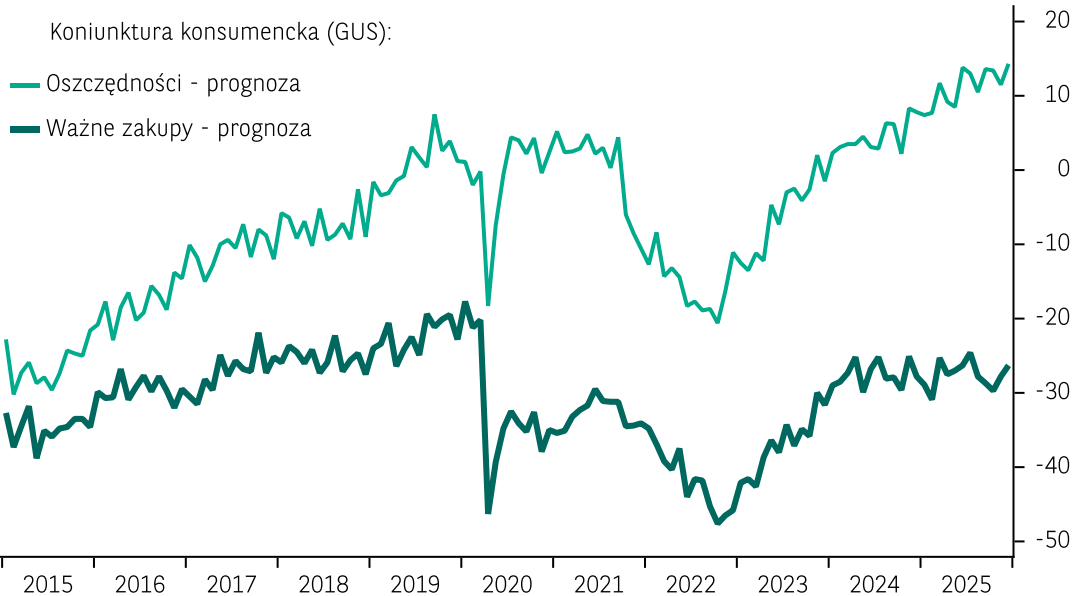
W efekcie zakładamy, że tempo wzrostu nominalnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych wyraźnie spadnie z około 9,5% r/r w ubiegłym roku do 5,5% r/r w roku 2026. W ujęciu realnym będzie to spadek do ok. 3,5% r/r z 5,5% r/r w 2025 roku. Wpływ niższej dynamiki dochodów na konsumpcję będzie zależny od stopy oszczędności na jaką zdecydują się gospodarstwa domowe. Od 2023 r. skłonność do odkładania bieżących wpływów na później systematycznie się zwiększała czemu sprzyjał wzrost realnych stóp procentowych.

Spodziewamy się, że czynnik ten będzie w dalszym ciągu podtrzymywał stopę oszczędności na wysokim poziomie. Sądzymy jednak, że gospodarstwa domowe odczuwając obniżenie się tempa w jakim rosną ich dochody i chcąc dalej podwyższać konsumpcję i poziom życia nie będą już zwiększać udziału dochodu przeznaczanego na oszczędności.



KOLEJNY ROK SOLIDNEGO WZROSTU KONSUMPCJI...

> ...choć oszczędności pozostaną pokażne



Dochody i wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych	2023	2024	2025p	2026p
Dochód rozporządzalny (mld PLN)	2 045	2 248	2 462	2 597
Oszczędności (mld PLN)	76	152	212	219
Konsumpcja (mld PLN)	1 969	2 096	2 249	2 378
Dochód rozporządzalny (r/r)	13,2%	9,9%	9,5%	5,5%
Stopa oszczędzania	3,7%	6,7%	8,6%	8,4%
Konsumpcja, nominalnie (r/r)	9,2%	6,5%	7,3%	5,7%
Deflator konsumpcji / Inflacja CPI (r/r)	9,5%	3,4%	3,7%	2,1%
Konsumpcja, realnie (r/r)	-0,3%	3,1%	3,5%	3,5%

Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

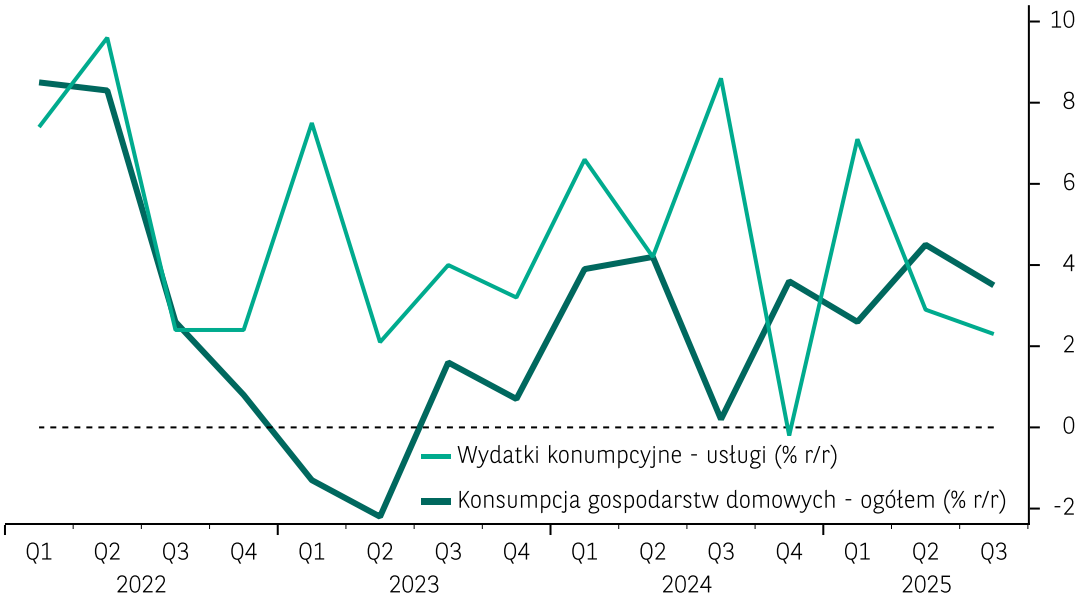
Badania ankietowe zdają się potwierdzać, że choć gospodarstwa domowe chcą utrzymać stopę oszczędności na wysokim poziomie, to jej dalszy szybki wzrost jest mniej prawdopodobny. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że stopa oszczędności gospodarstw domowych w tym roku obniży się delikatnie do 8,4% z 8,6% w 2025 roku. W ujęciu nominalnym środki odłożone przez gospodarstwa domowe jednak ponownie wzrosną i w naszej ocenie zbliżą się do 220 mld zł.

Taka prognoza zakłada zwiększenie się realnej konsumpcji – podobnie jak w ubiegłym roku – o 3,5%. Według badań koniunktury wśród gospodarstw domowych chęć ponoszenia wydatków na tzw. „ważne zakupy” pozostaje na relatywnie wysokim poziomie, co naszym zdaniem potwierdza, że konsumenci będą starać się zwiększać wydatki w tempie zbliżonym do tego notowanego w poprzednich latach.



W OSTATNICH KWARTAŁACH POPYT NA TOWARY...

> ...rósł szybciej niż popyt na usługi



Sprzedaż detaliczna, w cenach stałych (% r/r)	cze-25	lip-25	sie-25	wrz-25	paź-25	lis-25
Łącznie, w tym:	2,2%	4,8%	3,1%	6,4%	5,4%	3,1%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	7,7%	10,7%	9,4%	15,0%	15,6%	12,9%
Paliwa	5,7%	0,7%	6,1%	7,1%	4,7%	5,9%
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	-1,0%	-0,4%	-3,4%	0,2%	0,6%	-2,9%
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	5,8%	4,9%	3,3%	4,4%	5,6%	2,1%
Tekstylia, odzież, obuwie	11,8%	14,7%	18,9%	20,5%	9,0%	12,2%
Meble, rtv, agd	10,2%	15,3%	13,9%	16,1%	13,9%	16,6%
Prasa, książki, pozostała sprzedaż (...)	1,9%	3,0%	-2,0%	0,1%	-3,3%	-5,2%
Pozostałe	-4,0%	-5,5%	-3,7%	3,3%	2,4%	0,9%

Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

O ile w latach 2023-24 wzrost wydatków konsumpcyjnych dotyczył w głównej mierze usług, co było w istotnym stopniu efektem zaspokajania odroczonego w trakcie pandemii popytu, w ostatnich kwartałach widać przesunięcie zakupów w kierunku towarów, w tym w szczególności dóbr trwałego użytku lub o dłuższym terminie przydatności.

W przypadku tej grupy produktów sądzimy, że wpływ na aktywność zakupową może mieć echo pandemii. W jej trakcie gospodarstwa domowe znacząco zwiększyły wydatki na dobra trwałego użytku. Jako, że cykl życia tego typu towarów wynosi często ok 3-5 lat (w związku z okresem gwarancji, czy postępowaniem technologicznym) przypuszczamy, że obecny wysoki popyt może być wynikiem wymiany produktów nabytych w czasie pandemii. Sądzymy, że proces ten może trwać jeszcze w 2026 r.



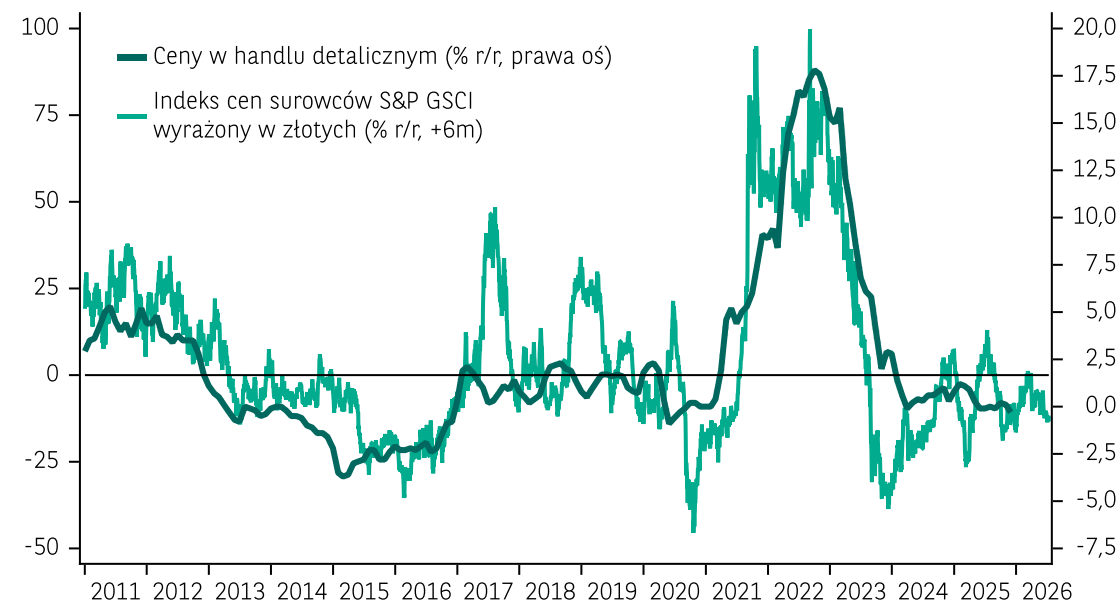
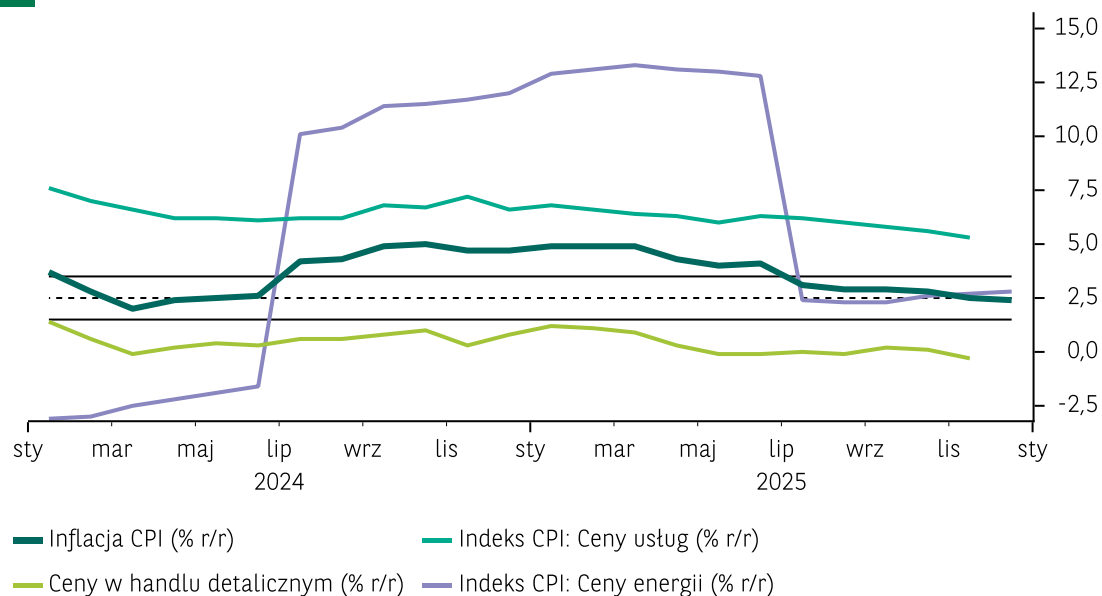
Inflacja – nie ma i nie będzie?



BNP PARIBAS

KOSZTY IMPORTU...

> ...ograniczają presję na ceny towarów



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

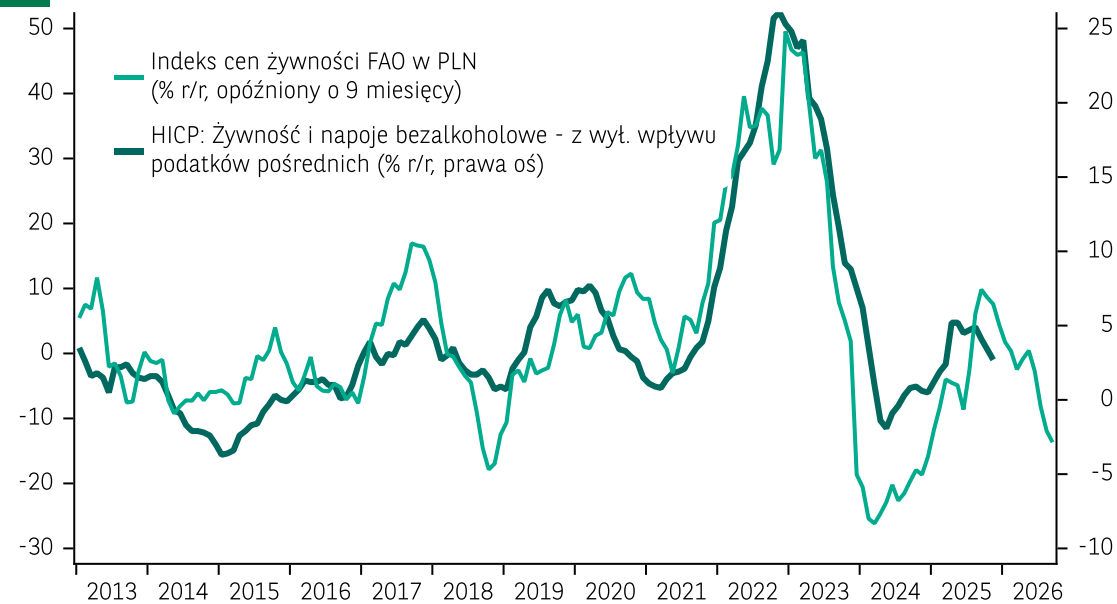
W pierwszej połowie ubiegłego roku inflacja pozostawała relatywnie wysoka i średnio wyniosła 4,5% r/r. W lipcu tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jednak wyraźnie spadło, do czego przyczynił się korzystny efekt bazy na cenach energii. W lipcu 2024 roku doszło do istotnych podwyżek rachunków za gaz i prąd, co podniosło punkt odniesienia dla wskaźnika inflacji w drugiej połowie zeszłego roku. Na koniec 2025 roku roczna dynamika cen wyniosła ok. 2,5% i była spójna z celem Narodowego Banku Polskiego.

Na bieżącą inflację składa się relatywnie szybki wzrost cen usług (ponad 5% r/r) i ich stagnacja jeśli chodzi o towary. Patrząc na kształtowanie się cen surowców i kurs złotego oceniamy, że w perspektywie 6-9 miesięcy presja na podwyżki cen dóbr pozostanie znikoma, ze względu na relatywnie niskie ceny importu. Ewentualny spadek notowań ropy naftowej mógłby skutkować ponownym pojawieniem się dezinflacyjnego impulsu.



ARTYKUŁY SPOŻYWCZE...

> ... nie powinny mocno drożeć



Produkcja głównych upraw rolnych i ogrodnich: zbiory (mln ton)					
Kategoria	średnia 2014- 24	2024	2025	% średniej	% r/r
zboża ogółem	32,2	35,0	37,3	116%	6,7%
zboża podstawowe	24,1	24,6	25,9	108%	5,5%
ziemniaki	7,1	5,9	7,0	98%	18,4%
buraki cukrowe	14,5	18,5	17,4	119%	-5,9%
rzepak i rzepik	2,9	3,3	3,6	123%	11,2%
warzywa gruntowe	4,1	3,8	4,1	99%	6,1%
owoce z drzew	3,9	3,7	4,2	108%	13,5%
owoce jagodowe	0,5	0,5	0,5	90%	1,7%

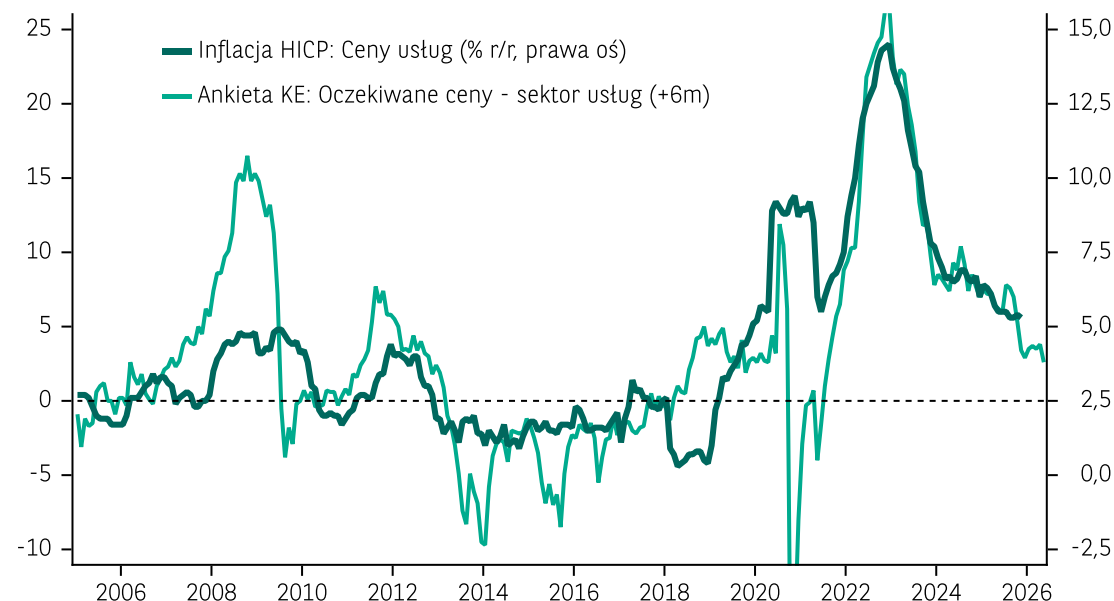
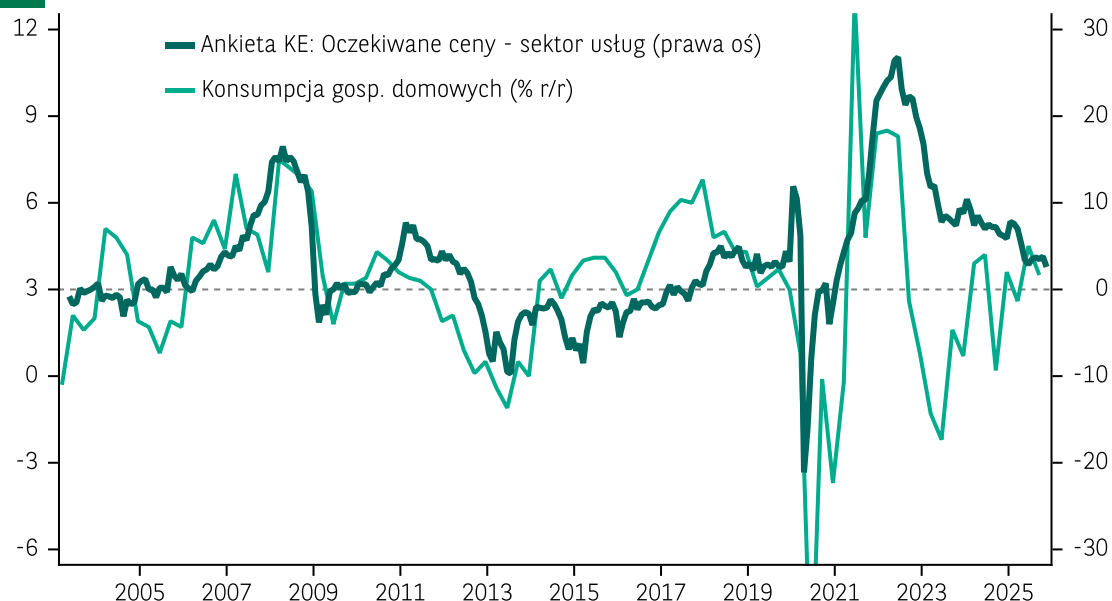
Źródło: GUS, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Oceniamy, że przestrzeń do wzrostu cen artykułów spożywczych w najbliższych miesiącach pozostanie ograniczona. Z perspektywy konsumentów sytuacja na rynkach światowych kształtuje się korzystnie, na co wskazują globalne indeksy cenowe.

Analizując czynniki lokalne, ubiegłoroczne zbiory okazały się obfite. Poza burakiem cukrowym produkcja głównych upraw rolnych i ogrodnich wzrosła w ujęciu rok-do-roku. W przypadku buraka z kolei mimo spadku zbiorów w porównaniu z 2024 rokiem ich poziom był wyraźnie wyższy niż średnio w latach 2014-2024. Solidne zbiory zbóż, owoców i warzyw powinny przekładać się studząco na ceny żywności przetworzonej w nadchodzących miesiącach.

DYNAMIKA CEN USŁUG POZOSTAJE PODWYŻSZONA...

> ...jednak w 2026 roku powinna się obniżyć



Źródło: Komisja Europejska, Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

W przypadku cen usług ich dynamika w dalszym ciągu wyraźnie przekracza cel inflacyjny NBP (w listopadzie 2025 r. +5,3% r/r). Sądzymy jednak, że skala podwyżek w tym roku będzie mniejsza. Konsumpcja gospodarstw domowych, choć solidna, nie powinna przeradzać się w presję na wzrost cen zwłaszcza, że w ostatnim czasie wydatki przeznaczone są w większym stopniu na towary, a nie usługi. Dodatkowo tempo wzrostu płac, które stanowią istotny czynnik kosztowy w sektorze usług, będzie w kolejnych miesiącach zwalniać.

W efekcie spodziewamy się, że w perspektywie najbliższych miesięcy dynamika cen usług obniży się w kierunku 4% r/r. Potwierdzać zdają się to także badania ankietowe przeprowadzone wśród przedsiębiorstw usługowych, które rysują dość optymistyczny - z punktu widzenia konsumentów - obraz kształtowania się cen.

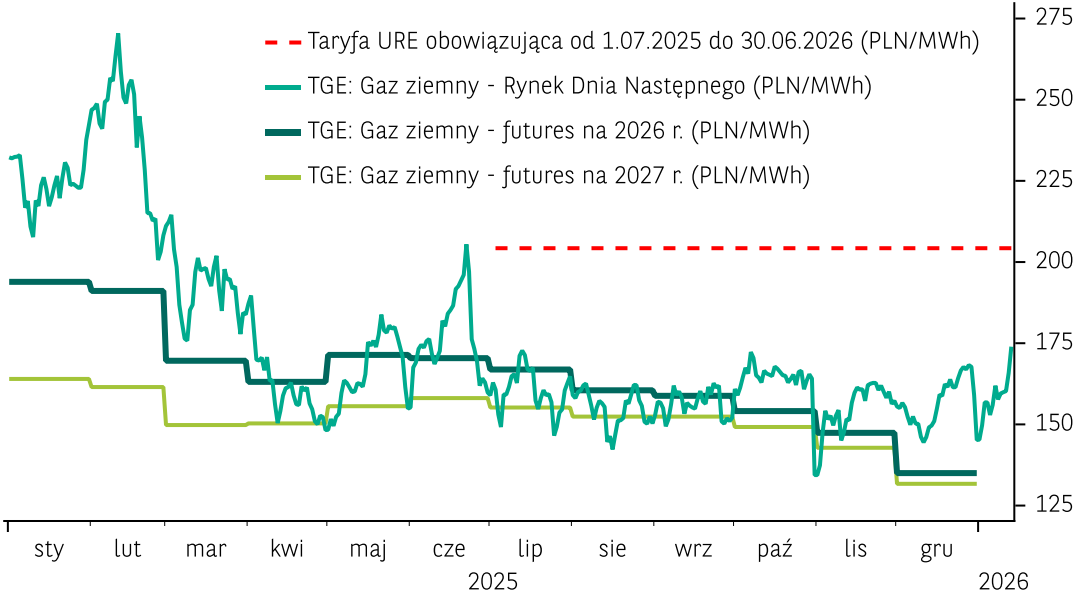


CENY ENERGII...

> ... istotnym czynnikiem dla inflacji w 2026 roku

Energia elektryczna dla gospodarstw domowych: taryfy i podatki

Rok	Sprzedaż energii (zł/MWh)	Dystrybucja energii (zł/MWh)	Akcyza (zł/MWh)	Stawka VAT (%)	Cena łączna (zł/MWh)
II poł. 2025	500	430	5	23	1150
2026	495	463	5	23	1184
Zmiana:					3,0%



Źródło: URE, TGE, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

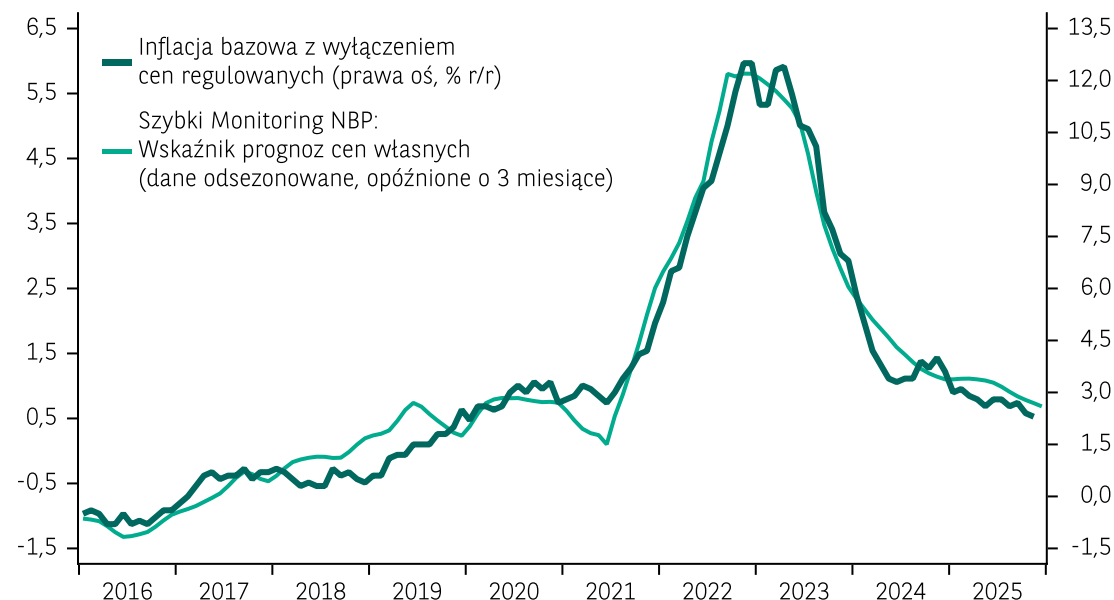
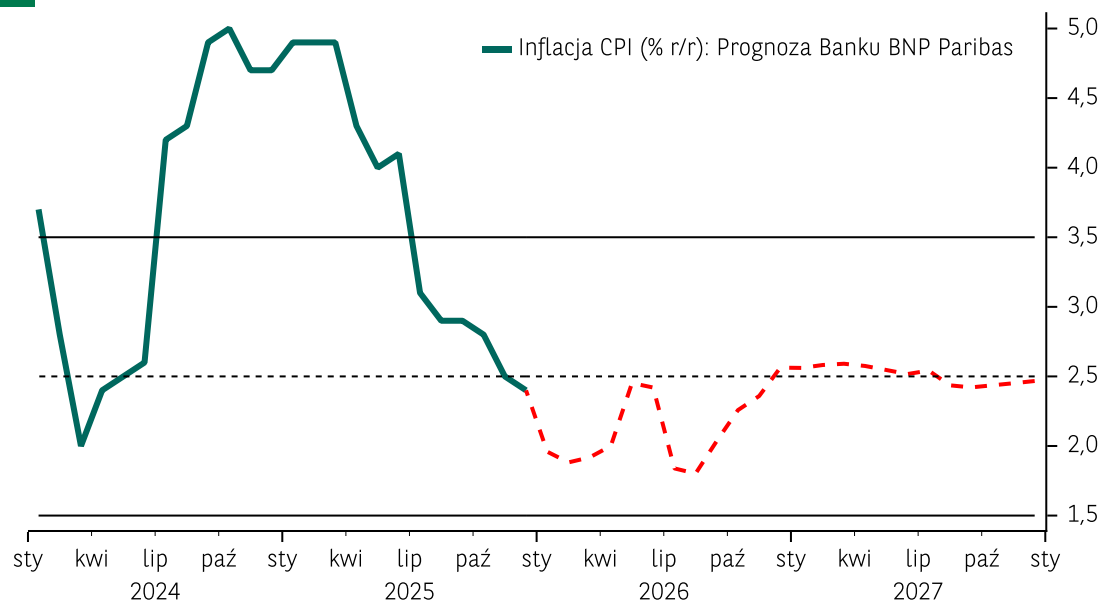
Istotne dla kształtowania się inflacji CPI w tym roku będą również ceny energii. W grudniu Urząd Regulacji Energetyki (URE) zatwierdził taryfy na sprzedaż i dystrybucję energii elektrycznej dla gospodarstw domowych w 2026 r. W ich efekcie rachunki za prąd powinny wzrosnąć w styczniu o około 3%. URE zdecydował także o obniżeniu o ok. 1,7% stawek za dystrybucję gazu ziemnego, co przełoży się na obniżenie rachunków za błękitne paliwo na początku roku o ok 0,5%.

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że od lipca 2026 rachunki za gaz spadną o kolejne 6%. Jest to związane z zaplanowaną wówczas rewizją taryf. Obecnie gospodarstwa domowe płacą za gaz średnio 204,26 zł/MWh. Jest to cena istotnie przekraczająca notowania na rynku hurtowym. W rezultacie – o ile nie dojdzie do nagłej zmiany sytuacji rynkowej - widzimy przestrzeń do znaczącego spadku opłat za gaz w drugiej połowie bieżącego roku.



INFLACJA BLISKO CELU NBP...

> ...przynajmniej do końca 2027 roku



Źródło: GUS, NBP Macrobond, Bank BNP Paribas

Prognozujemy, że inflacja CPI w bieżącym roku wyniesie średniorocznie 2,1% r/r i przez dużą część roku będzie znajdować się nieznacznie poniżej wynoszącego 2,5% celu inflacyjnego NBP. W przyszłym roku spodziewamy się natomiast stabilizacji dynamiki cen w okolicach pożądanego przez bank centralny poziomu. Badania ankietowe przeprowadzone wśród krajowych przedsiębiorstw potwierdzają, że w perspektywie nadchodzących miesięcy problem inflacji w Polsce nie powinien się pojawić.

Czynnikiem ryzyka dla prognoz jest – jak zwykle – coroczna zmiana wag w koszyku CPI (marzec 2026 r.), której w tym roku będzie też towarzyszyć wprowadzenie nowej metodologii kompilowania danych o inflacji (COICOP 2018).



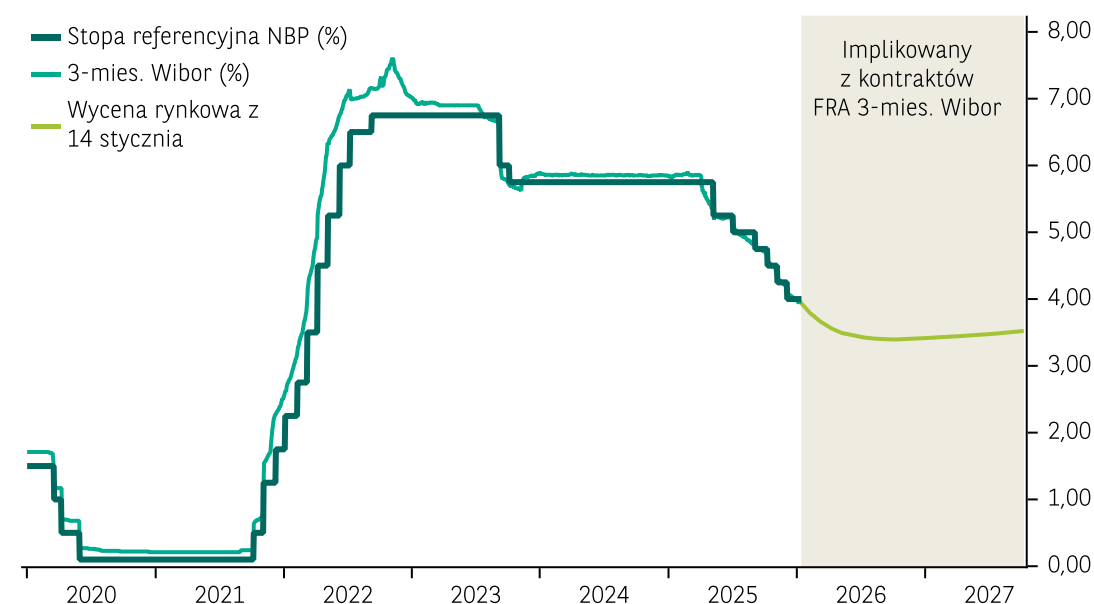
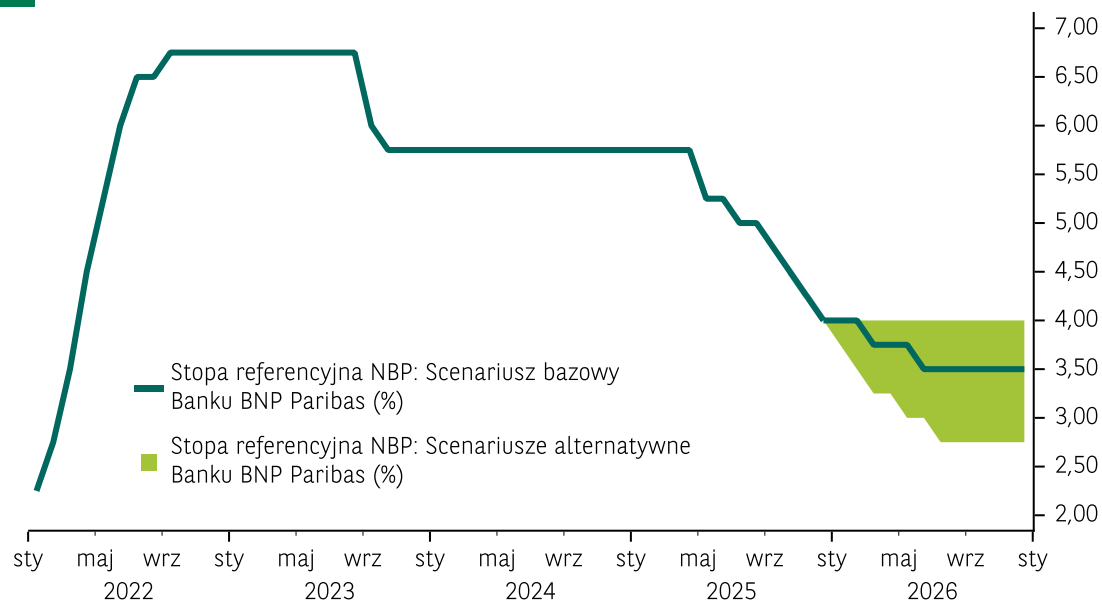
Stopy procentowe – dostosowanie powoli zbliża się do końca?



BNP PARIBAS

PROCES ŁAGODZENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ W POLSCE...

> ...dobiegnie w tym roku końca



Źródło: NBP, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

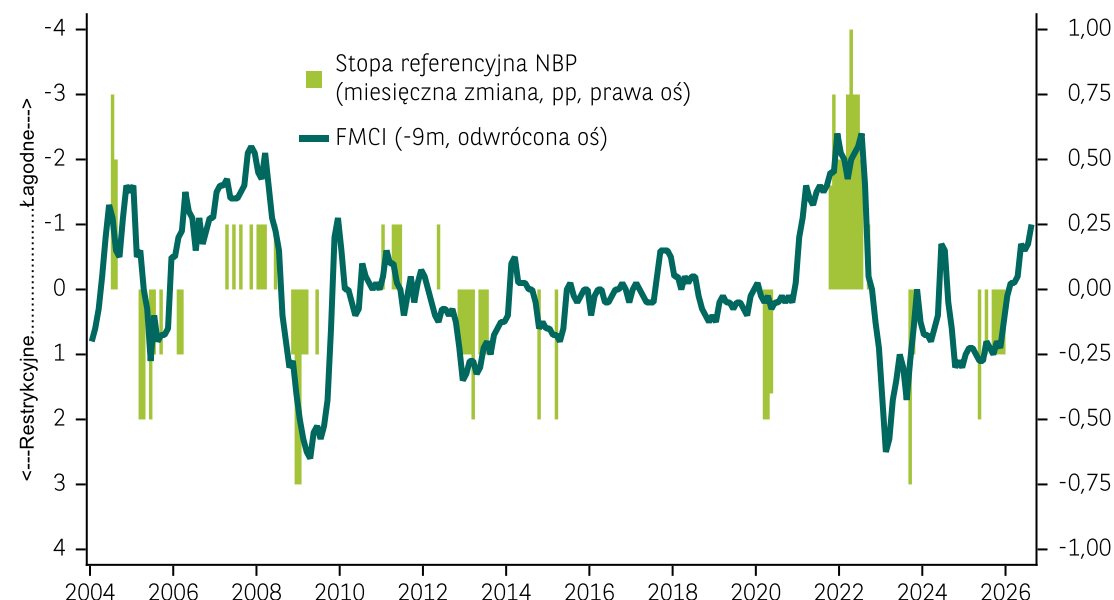
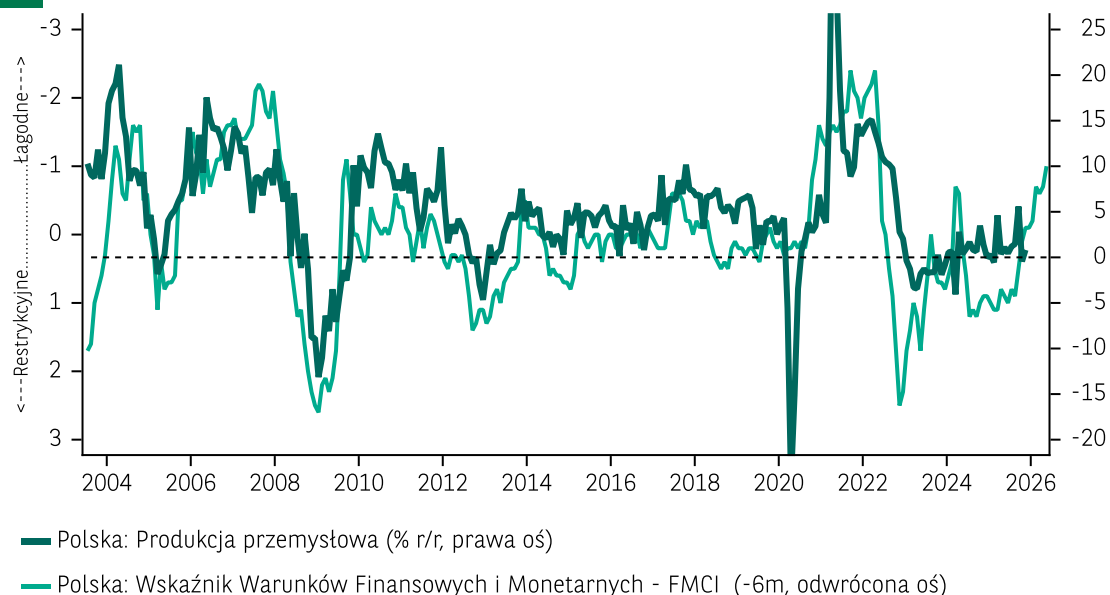
W tym roku spodziewamy się dwóch obniżek stop procentowych łącznie o 50pb, co sprowadzi stopę referencyjną NBP do poziomu 3,50%. Zakończą one najprawdopodobniej proces łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce rozpoczęty w ubiegłym roku. Pierwszego ruchu o 25pb spodziewamy się w marcu, drugi natomiast będzie miał naszym zdaniem miejsce na jednym z posiedzeń w okresie kwiecień-lipiec. Patrząc na perspektywy inflacyjne uważamy, że profil ryzyka dla naszej prognozy odchyłony jest jednak w kierunku niższego docelowego poziomu stóp procentowych. Utrzymywanie się inflacji w pobliżu, a okresowo poniżej celu NBP, może bowiem zachęcać członków Rady Polityki Pieniężnej do bardziej zdecydowanego cięcia. Zakładamy jednak, że RPP nie będzie chciała zbyt mocno poluzować warunków finansowo-monetarnych, w tym będzie optować za utrzymaniem realnych stóp procentowych wyraźnie powyżej zera.

Przewidywania rynkowe względem polityki pieniężnej w Polsce wydają się być nieco bardziej „agresywne” niż zakłada nasz bazowy scenariusz. Do końca bieżącego roku rynek spodziewa się spadku stopy referencyjnej do poziomu 3,25%, co w naszej ocenie odzwierciedla korzystny obraz kształtowania się inflacji w nadchodzących miesiącach.



RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ...

> ... będzie bacznie obserwować skutki łagodzenia polityki



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

W ostatnich miesiącach warunki monetarno-finansowe w Polsce zostały wyraźnie złagodzone głównie ze względu na szybki wzrost podaży pieniądza i wzrost indeksów giełdowych. Historycznie takie warunki były spójne z ożywieniem gospodarczym, które ostatecznie skutkowało zacieśnieniem polityki monetarnej. W tym świetle przewidujemy, że RPP przyjmie zachowawczą postawę i mimo braku istotnego inflacyjnego ryzyka na horyzoncie, nie będzie chciała pochopnie nadmiernie zredukować stóp procentowych, a będzie raczej skłaniać się do spokojnej obserwacji skutków przeprowadzonego na przestrzeni ostatnich miesięcy dostosowania poziomu stóp procentowych w dół.



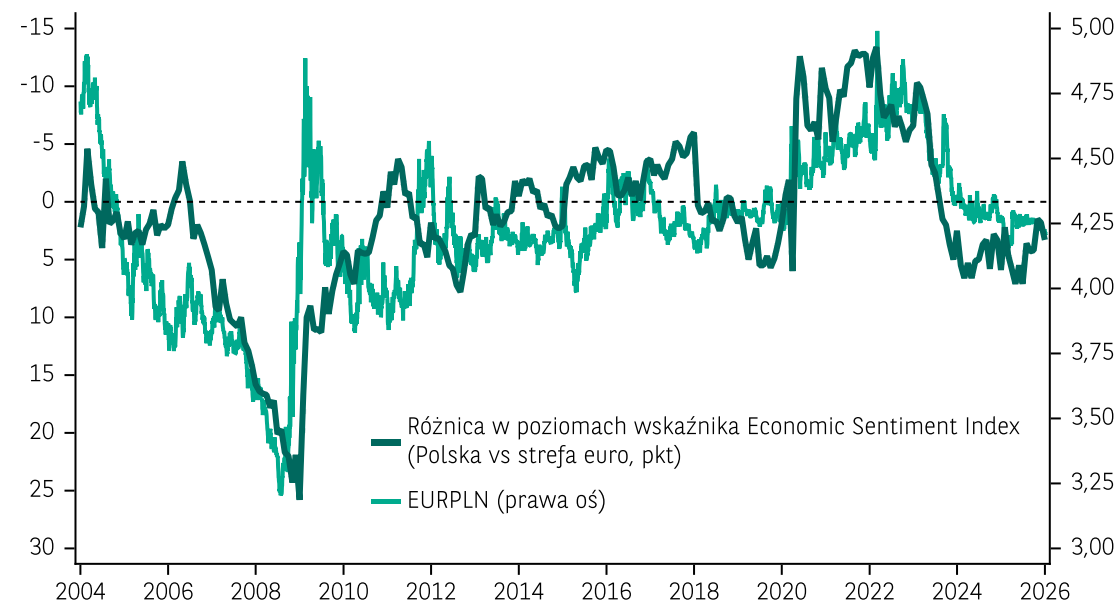
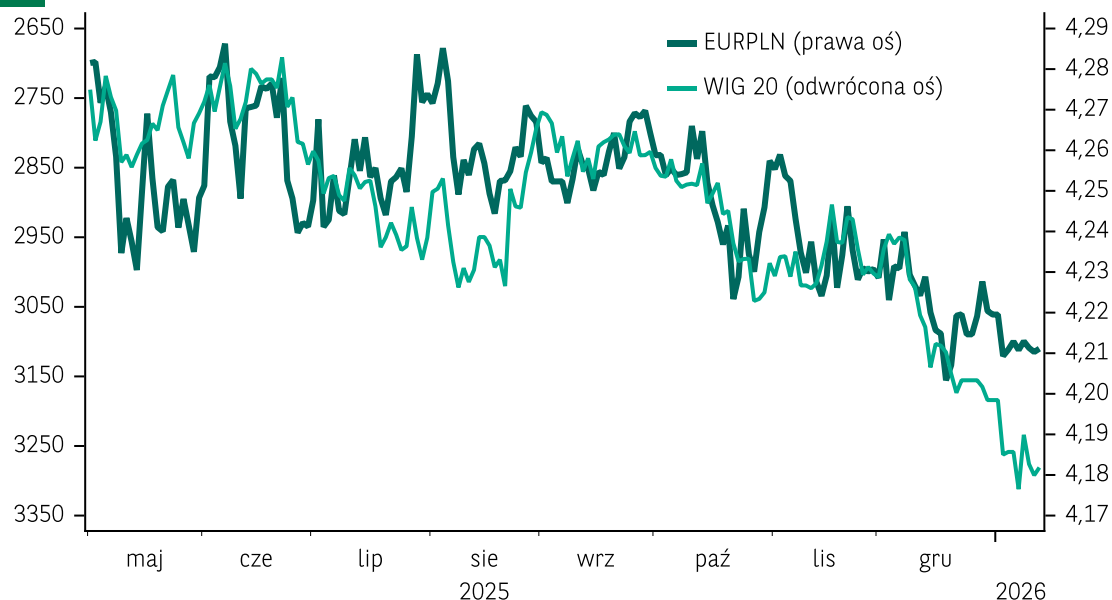
Kurs PLN - ożywienie gospodarcze wsparciem dla złotego



BNP PARIBAS

PLN: DOBRA KONDYCJA GIEŁDY...

> ... i solidny wzrost gospodarczy wspierają złotego



Źródło: Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

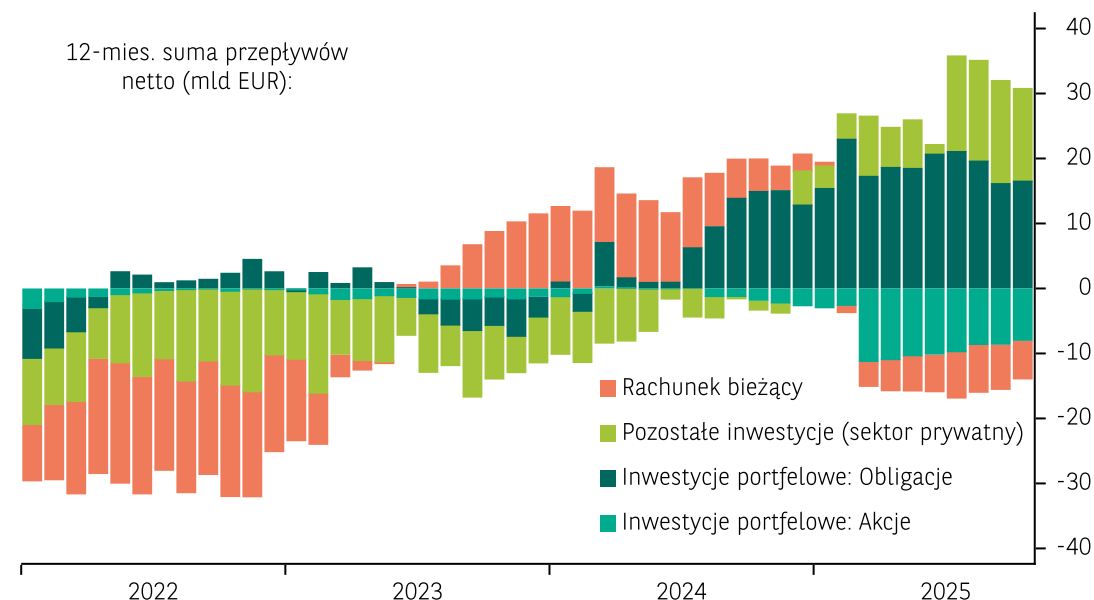
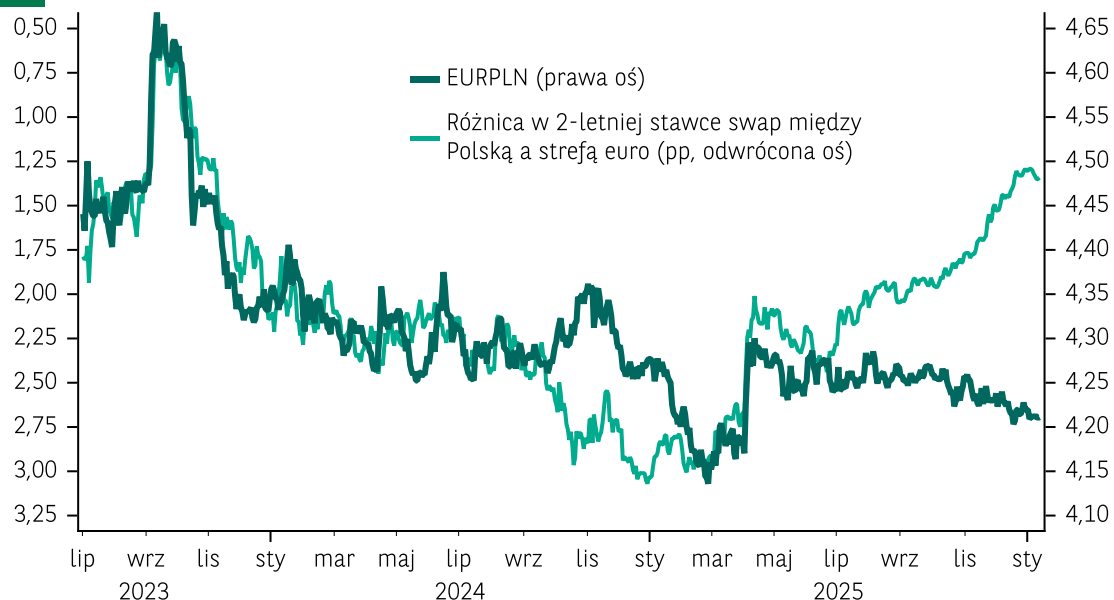
W 2025 roku kurs EURPLN poruszał się w przedziale 4,15-4,30, a w drugiej połowie ubiegłego roku notowania charakteryzowały się niską zmiennością. Pod koniec zeszłego roku złoty wykazywał tendencje aprecjacyjne względem euro, czemu sprzyjała dobra kondycja warszawskiej giełdy i utrzymująca się solidna koniunktura w polskiej gospodarce. Na koniec roku para EURPLN handlowała się w okolicach poziomu 4,22.

Szybszy niż w Europie Zachodniej wzrost gospodarczy powinien w tym roku pozostawać czynnikiem wspierającym krajową walutę...



PLN: MIMO SPADKU STÓP PROCENTOWYCH ZŁOTY SIĘ NIE OSŁABIŁ...

> ... bo do kraju wciąż napływa kapitał zagraniczny



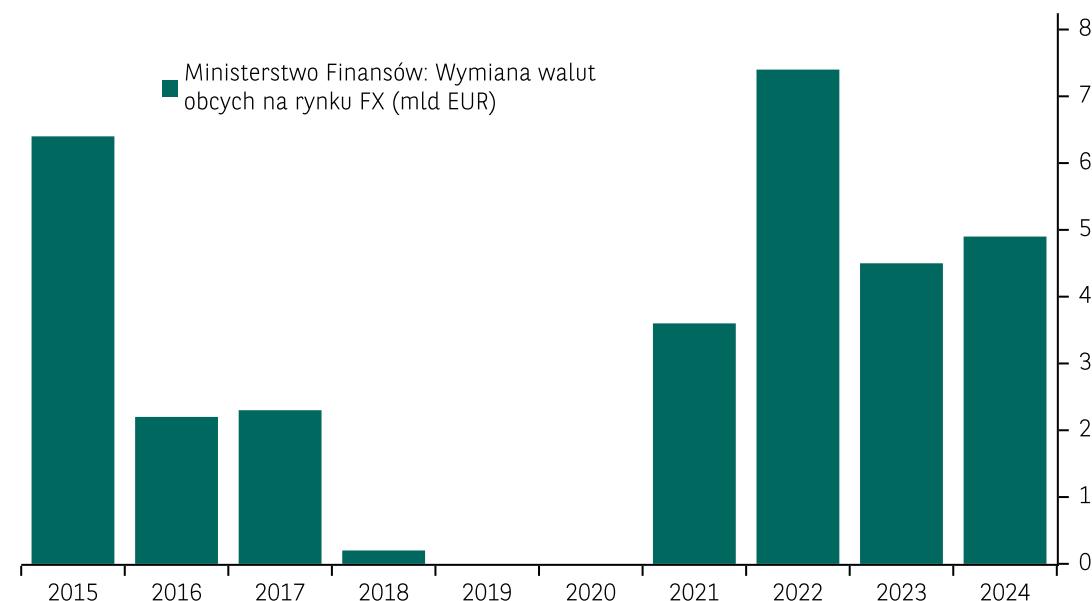
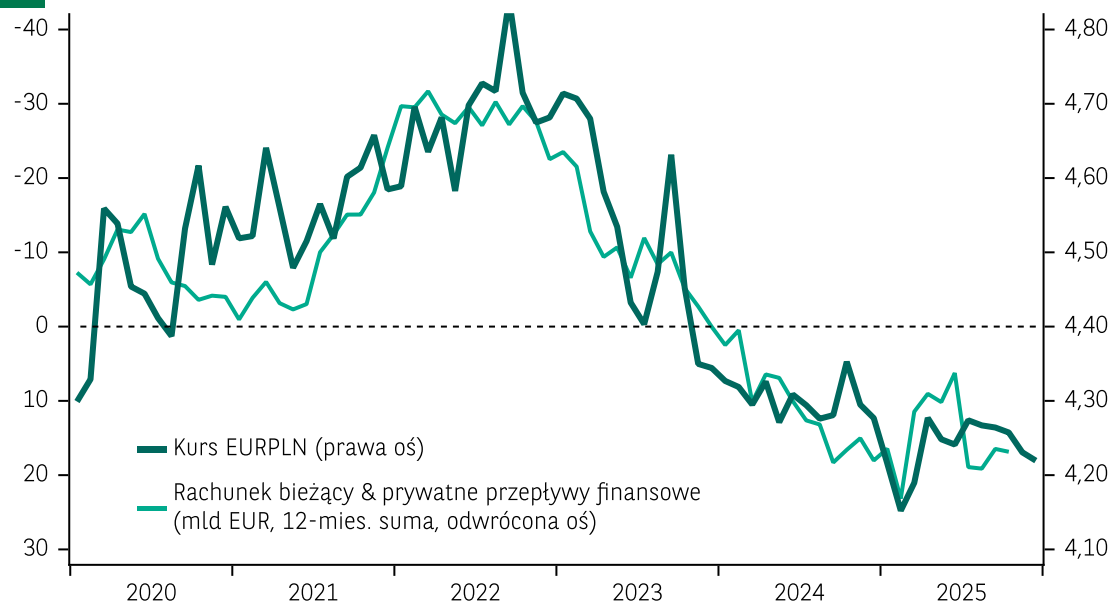
Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Niekorzystnie na kurs PLN oddziaływać może z kolei zawężająca się różnica w poziomie stóp procentowych między Polską a strefą euro. Przy utrzymaniu parametrów polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny bez zmian, dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP stworzy mniej korzystne warunki dla złotego. Dotychczas jednak obniżki stóp procentowych w Polsce nie przełożyły się na presję na osłabienie kursu PLN. Nie pociągnęły bowiem za sobą faktycznego odpływu kapitału inwestycyjnego. Jeśli taki stan rzeczy się utrzyma, same w sobie obniżki stóp procentowych nie powinny mieć negatywnego wpływu na notowania krajowej waluty.



PLN: BILANS PŁATNICZY...

> ...spójny z kursem EURPLN w okolicach 4,20



Źródło: NBP, Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

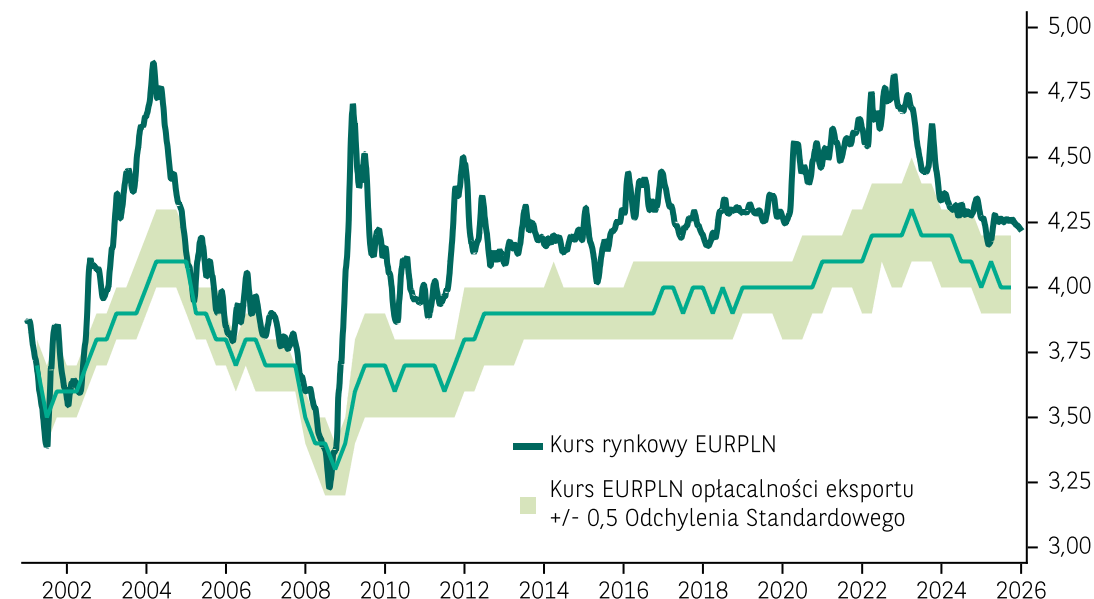
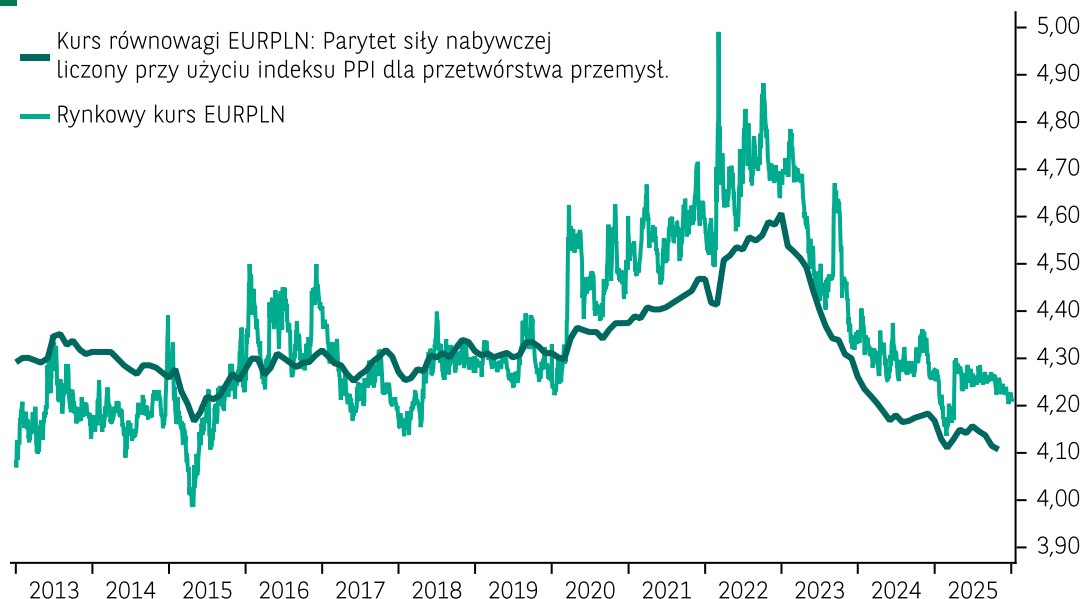
Zestawienie przepływów z bilansu płatniczego Polski jest spójne z obecnym poziomem kursu EURPLN. Jako że zakładamy, że pogorszenie bilansu handlowego/rachunku bieżącego będzie ograniczone uważamy, że kluczowy dla notowań złotego w najbliższych miesiącach będzie popyt inwestorów zagranicznych na krajowe aktywa (akcje, obligacje). Przy dość optymistycznych prognozach wzrostu gospodarczego i zbliżającym się do końca procesie łagodzenia polityki monetarnej zakładamy, że pozostanie on dość solidny, co będzie sprzyjać utrzymywaniu się kursu EURPLN w tym roku w okolicach poziomu 4,20. Ryzykiem „w górę” dla tej prognozy są czynniki geopolityczne rzutujące na przepływy kapitału na rynki *Emerging Markets*.

Czynnikiem, który mógłby z kolei popchnąć parę EURPLN niżej jest polityka Ministerstwa Finansów w zakresie wymiany na złotego otrzymywanych z UE funduszy. Co do zasady konwersja ta odbywa się głównie w NBP bez wpływu na notowania krajowej waluty. Część środków jednak jest wymieniana „na rynku” i zwiększenie wolumenu takich transakcji w sytuacji wzmożonego napływu środków europejskich w tym roku wspierałoby kurs PLN.



PLN: KRAJOWY EKSPORT...

> ...nie traci konkurencyjności przez walutę



Źródło: NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Kurs równowagi EURPLN obliczony w oparciu o indeksy cen produkcji sprzedanej w sektorze przetwórstwa przemysłowego w ostatnim czasie utrzymywał się w okolicach poziomu 4,10. Sugeruje to, że bieżące notowania pary EURPLN nie ciążą mocno konkurencyjności polskich przedsiębiorstw wytwórczych. Potwierdza to także wyznaczony przez NBP na poziomie około 4,00 przeciętny kurs opłacalności eksportu.



Nota informacyjna

Osoby zaangażowane w sporządzenie raportu:

Michał Dybła, Marcin Kujawski, Tomasz Tyc

(Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych w Banku BNP Paribas)

WAŻNA INFORMACJA: Niniejsza publikacja została przygotowana przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. i stanowi publikację handlową w rozumieniu przepisów MiFID II (Dyrektywa 2014/65/EU). Nie stanowi badania inwestycyjnego w rozumieniu MiFID II i w związku z tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. Przedstawione opinie i komentarze pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone.

Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.

BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 880 491 zł w całości wpłacony.

Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

