



Bank Polski

Rok ognistej gospodarki

Perspektywy gospodarcze na 2026

Departament Analiz Ekonomicznych
PKO Bank Polski
16 stycznia 2026

Spis treści

Podsumowanie	3
<u>Część pierwsza: Tematy specjalne</u>	
#1 Zagrożenia dla Europy płynące z chińskiej ekspansji handlowej	8
#2 Kiedy nadejdzie niemieckie ożywienie i co z niego wyniknie?	17
#3 Zbyt wysokie wydatki na AI?	25
#4 (Geo)polityka może namieszać	31
#5 Perspektywy zawieszenia broni w Ukrainie – konsekwencje dla Polski	36
#6 (nie)Oszczędna polska gospodarka	41
<u>Część druga: Co czeka krajową gospodarke?</u>	
#7 Inwestycje motorem wzrostu	50
#8 Rynek pracy – naprawdę jaki jest, nie wie nikt	56
#9 Finalna faza dezinflacji	63
#10 Deficyt bieżący jeszcze się pogłębi	74
#11 Ostatni etap obniżek stóp procentowych NBP	78
#12 Tkanie fiskalnej równowagi	81
#13 Dalsze osłabienie dolara	89
<u>Prognozy makroekonomiczne i rynkowe</u>	92

Podsumowanie (1)

- **#0 Rok ognistej gospodarki.** W tym roku nasz raport ma nieco inną strukturę. Przedstawiamy w nim oczekiwania co do rozwoju krajowej gospodarki w 2026 w kluczowych obszarach (PKB, rynek pracy, inflacja, równowaga zewnętrzna, polityka pieniężna, polityka fiskalna, rynek walutowy), a także sześć istotnych tematów, które albo stanowią istotne założenie dla naszych prognoz, albo znaczący czynnik ryzyka dla ich realizacji. Cztery z tych tematów dotyczą kwestii globalnych, ale istotnych także dla Polski. Jakie zagrożenia dla Europy płyną z chińskiej ekspansji handlowej i co to znaczy dla europejskiej inflacji? Czy Niemcy, a raczej implementacja niemieckiego pakietu fiskalnego, sprostają oczekiwaniom? Te dwie kwestie będą kluczowe dla podstawowych prognoz dotyczących strefy euro – inflacji, wzrostu gospodarczego, a także stóp EBC, ale wpłyną także na krajowe procesy gospodarcze. Temat tylko pozornie nieco bardziej odległy od realnej gospodarki to AI, na co popatrzymy głównie przez pryzmat USA, ale nie tylko. Wydarzenia z początku 2026 dobitnie pokazują, że geopolityka będzie pierwszoplanowym czynnikiem. Poświęcamy mu jedną z sekcji raportu, wskazując m.in. te punkty na mapie, gdzie kalendarz wyborczy i rozkład preferencji społecznych już teraz wieszczą podwyższoną niepewność lub nadchodzącą zmianę. Osobnym tematem z zakresu geopolityki jest kwestia zakończenia wojny w Ukrainie i tego, jak mogłoby to wpłynąć na krajową gospodarkę i złotego. Ostatni temat specjalny dotyczy już bezpośrednio krajowej gospodarki, a dokładniej zaskakująco trwałego trendu wzrostu stopy oszczędności gospodarstw domowych. Z czego to wynika? I czy oszczędności rosną w całej gospodarce? Zapraszamy do lektury!
- **#1 Zagrożenia dla Europy płynące z chińskiej ekspansji handlowej (temat specjalny).** Chiński model rozwoju, oparty na intensywnej polityce przemysłowej, doprowadził do silnego wzrostu mocy produkcyjnych Chin i ich globalnej konkurencyjności, zwłaszcza w zaawansowanych technologiach i „zielonych” branżach. To skutkuje nadprodukcją, presją eksportową i spadkiem cen, które zwiększają konkurencyjność Chin i wypierają firmy z UE. Wzrost importu z Chin obniża inflację w Europie oraz negatywnie wpływa na PKB. Dla UE (w tym Polski) oznacza to rosnącą zależność importową od Chin, kurczący się rynek eksportowy i potencjalną presję na marże, częściowo łagodzoną rolą w europejskich łańcuchach dostaw.

Podsumowanie (2)

- **#2 Kiedy nadejdzie niemieckie ożywienie i co z niego wyniknie?** Na początku 2025 niemiecka koalicja rządząca osiągnęła porozumienie w sprawie finansowanego długim pakietu wydatków na obronność i infrastrukturę. Z tą fundamentalną zmianą w kształtowaniu polityki fiskalnej wiązane są duże nadzieje w zakresie jej pozytywnego oddziaływania na kondycję gospodarki. Najbliższe lata przyniosą też wzrost nakładów na zbrojenia, docelowo do 3,5% PKB w 2029. O ile impuls fiskalny buduje optymizm (komponenty oczekiwań w badaniach koniunktury powędrowały w górę), to – jak na razie – nie udało mu się wymiernie wpłynąć na oceny bieżącej sytuacji, które są skrajnie negatywne. Szacujemy, że planowany impuls fiskalny może wygenerować maksymalnie 600 mld EUR PKB w ciągu 12 lat, co oznacza dodatkowe ok. 1,1% PKB rocznie. Będzie to jednak możliwe tylko wtedy, gdy środki faktycznie stworzą nowe inwestycje. Wpływ tego ożywienia na Polskę będzie jednak ograniczony – szacujemy go na około 0,2% PKB rocznie.
- **#3 Zbyt wysokie wydatki na AI?** USA są niekwestionowanym liderem inwestycji w AI. Eksperymentalne szacunki OECD wskazują, że wydatki na 4 wybrane obszary AI w 2023 w USA były niemal trzykrotnie wyższe niż w całej Unii Europejskiej. Inwestycje w AI wpływają na koniunkturę w USA, jednak wbrew pojawiającym się opiniom nie są jedynym źródłem wzrostu gospodarczego w ostatnich kwartałach (za wyjątkiem 1q25). W perspektywie historycznej intensywność związanego z AI boomu inwestycyjnego w USA jest wyraźnie niższa niż w przeszłych epizodach wzmożonej aktywności inwestycyjnej. Długookresowe szacunki wpływu AI na produktywność w USA sięgają nawet 1% rocznie. Zasadniczo poprawa wydajności dzięki AI jest większa w państwach o wysokich kosztach pracy (większe zachęty do zastępowania pracy ludzi algorytmami) oraz z dużą rolą specjalistycznych usług, gdzie zysk z automatyzacji jest największy. Jest to jedna z przyczyn słabego wyniku Polski w europejskim zestawieniu.
- **#4 (Geo)polityka może namieszać.** Tworząc prognozy kierujemy się głównie analizą trendów i współzależności pomiędzy różnymi parametrami makroekonomicznymi często przyjmując, że czynniki zewnętrzne wobec procesów gospodarczych – m.in. polityczne i geopolityczne pozostaną bez zmian. Rosnąca liczba punktów zapalnych na świecie i narastająca polaryzacja polityczna w wielu państwach pokazują, że to założenie jest zbyt mocne, co niestety nie zmienia faktu, że procesy (geo)polityczne są najczęściej nieprzewidywalne. Niemcy, Francja, Węgry i USA to cztery państwa gdzie kalendarz wyborczy lub bieżąca sytuacja podpowiadają, że 2026 może być gorący i skutkować przetasowaniami na scenie politycznej, a więc także zmianami w polityce gospodarczej i zagranicznej.

Podsumowanie (3)

- **#5 Perspektywy zawieszenia broni w Ukrainie – konsekwencje dla Polski.** Z punktu widzenia krajowej gospodarki wojna w Ukrainie jest obecnie najistotniejszym czynnikiem geopolitycznym. O pokoju mówi się dużo, chociaż jego kształt pozostaje niejasny, co utrudnia kreślenie nawet tylko kierunkowych scenariuszy co do jego oddziaływania na krajową gospodarkę. Pokój w Ukrainie może stanowić istotne wyzwanie dla napiętego już polskiego rynku pracy. Nasze szacunki wskazują na możliwość odpływu ok. 150 - 540 tys. ukraińskich pracowników, choć jego rozłożenie w czasie jest obarczone wysoką niepewnością. Jednocześnie proces odbudowy Ukrainy będzie się wiązać z szansą rozwojową dla części polskich przedsiębiorstw. Zakończenie wojny w Ukrainie wspierałoby również kurs złotego i wyceny polskich aktywów.
- **#6 (nie)Oszczędna polska gospodarka.** Ostatnie kryzysy znacząco wpłynęły na budżety gospodarstw domowych, jednak dzięki wzrostowi wynagrodzeń, transferom publicznym oraz dochodom z odsetek, udało się nie tylko odbudować te budżety, ale także osiągnąć rekordowo wysoką stopę oszczędności. Inne sektory wciąż nie w pełni odbudowały się po tych trudnościach, co uniemożliwiło im wygenerowanie nadwyżki w postaci oszczędności. W przypadku realizacji ożywienia inwestycyjnego, bez równoległej konsolidacji fiskalnej, doprowadzi to do zwiększenia nierównowagi na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego.
- **#7 Inwestycje motorem wzrostu.** Prognozujemy, że wzrost PKB w 2026 wyniesie 3,7%, a ważnym źródłem wzrostu stanie się ożywienie inwestycyjne. Prognozujemy, że inwestycje wzrosną w 2026 dwukrotnie silniej niż w 2025, co będzie nie tylko odzwierciedleniem napływu środków z UE, ale także istotnych potrzeb inwestycyjnych i coraz bardziej sprzyjających inwestycjom warunków gospodarczych, m.in. poprawy rentowności firm czy spadku stóp procentowych. Sygnały tego inwestycyjnego zrywu są coraz wyraźniejsze – to zarówno silnie rosnące inwestycyjne kosztorysy, jak i coraz szerzej płynący do gospodarki strumień unijnych środków.
- **#8 Rynek pracy – naprawdę jaki jest, nie wie nikt.** Rynek pracy nie przestaje dostarczać sprzecznych sygnałów. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom 2025 nie przyniósł ożywienia popytu na pracę, co negatywnie oddziaływało na dynamikę zatrudnienia, jednak głównym „winowajcą” pozostaje demografia. Nasze symulacje pokazują, że chociaż migracja może istotnie łagodzić braki związane z rosnącą luką demograficzną, to kluczowe będą działania związane z podwyższaniem stopy aktywności zawodowej, w tym wydłużaniem trwania życia zawodowego.

Podsumowanie (4)

- **#9 Finalna faza dezinflacji.** W 2026 inflacja nie przestanie zaskakiwać w dół, ale te zaskoczenia skumulują się na początku roku, kiedy do dalszej dezinflacji prowadzić będą korzystne ceny żywności i dalsze hamowanie inflacji bazowej. W drugiej połowie roku oczekujemy trendu bocznego, wokół poziomu 2,5%. Średniorocznie inflacja w 2026 będzie wyraźnie niższa niż w 2025 (2,1% vs 3,6%), ale porównując jej poziomy na koniec roku (grudzień 2025: 2,4%, grudzień 2026: 2,3%) wyraźnie widać, że większość procesu dezinflacji jest już za nami.
- **#10 Deficyt bieżący jeszcze się pogłębi.** W 2026 prognozujemy dalszy stopniowy wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących – do 1,6% PKB z ok. 1% PKB w 2025. Pogorszenie salda bieżącego będzie złożeniem nieco głębszego deficytu towarowego, mniejszej nadwyżki w handlu usługami oraz głębszych deficytów na rachunkach dochodów pierwotnych i wtórnych. W handlu towarami eksport powinien przyspieszyć, jednak cieniem na nim kładzie się rachityczne ożywienie w Niemczech i rosnąca konkurencja ze strony chińskich producentów. Import będzie z kolei wspierany przez rosnący popyt krajowy, w szczególności inwestycyjny. Eksport usług przechodzi zmianę strukturalną, widoczną w hamowaniu eksportu usług transportowych i ICT.
- **#11 Ostatni etap obniżek stóp procentowych NBP.** Po obniżkach stóp NBP w 2025 o 175pb przestrzeń do dalszego luzowania w 2026 jest ograniczona, ale nadal istnieje. RPP utrzymuje jastrzębią retorykę („jastrzębie obniżki”), co sprzyja stabilności złotego. Docelową stopę referencyjną widzimy na poziomie 3,50%, przy asymetrycznym rozkładzie czynników ryzyka w dół. Dalsze decyzje RPP zależą będą głównie od skali dezinflacji, a jej potencjał niemal się wyczerpał.
- **#12 Tkanie fiskalnej równowagi.** 2026 może przynieść pierwszą od lat poprawę salda fiskalnego, sygnalizując początek długo oczekiwanej konsolidacji. Szybko narastający dług publiczny i rekordowo wysokie potrzeby wydatkowe pokazują skalę wyzwań stojących przed finansami państwa. Kluczowe stanie się znalezienie równowagi między zwiększaniem dochodów a poprawą efektywności wydatków oraz akceptacji społecznej i politycznej dla niezbędnych dostosowań fiskalnych.
- **#13 Dalsze osłabienie dolara.** Oczekujemy, że dywergencja w polityce Fed (dalsze obniżki) i EBC (stabilizacja stóp) będzie osłabiać dolara, głównie w 1h26. To, wraz z solidnymi lokalnymi fundamentami, będzie wspierało złotego, który w pierwszej połowie roku powinien umacniać się wobec głównych walut.



Bank Polski

Część pierwsza: Tematy specjalne

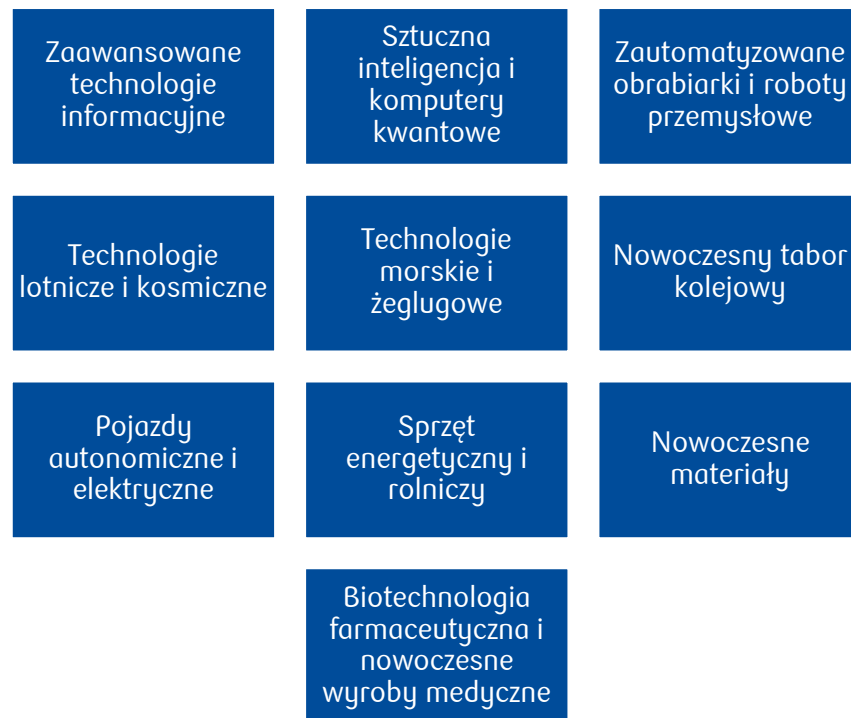


Bank Polski

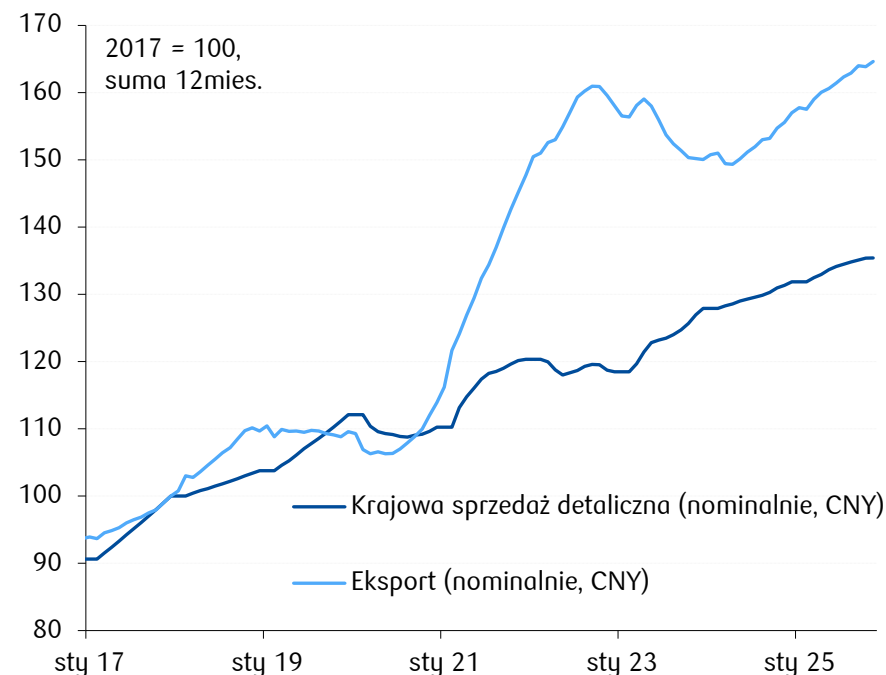
#1 Zagrożenia dla Europy płynące z chińskiej ekspansji handlowej

„Made in China 2025” – skuteczna strategia rozwoju i zwiększenia niezależności gospodarczej Chin

Made in China 2025 – 10 kluczowych wspieranych sektorów



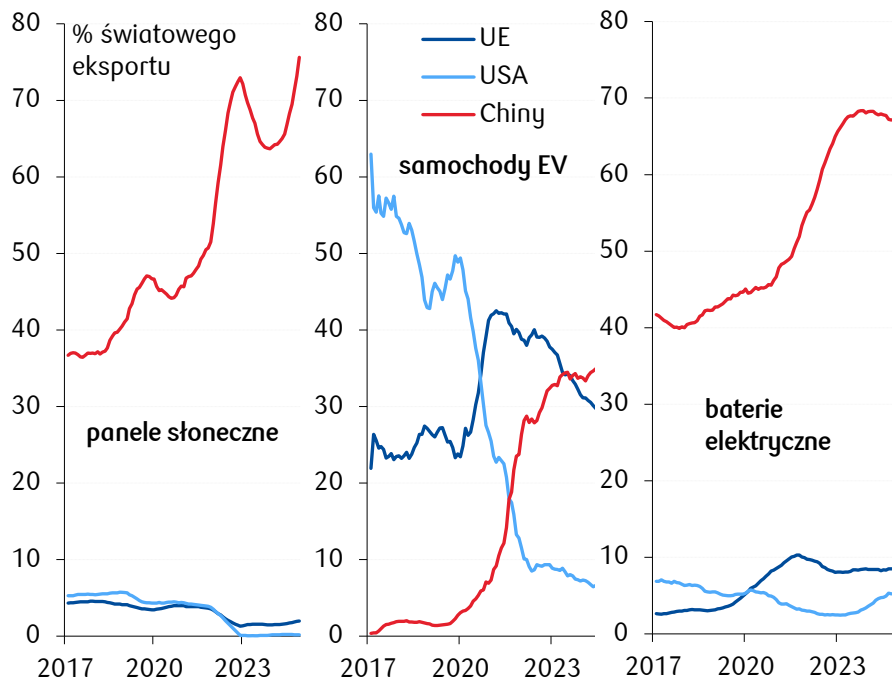
Porównanie nominalnych poziomów krajowej sprzedaży detalicznej oraz eksportu



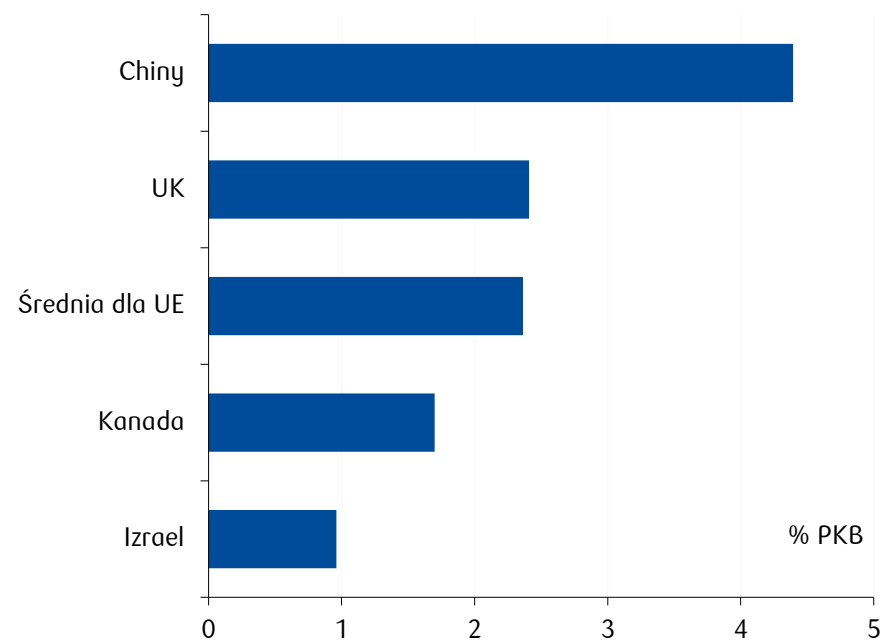
- „Made in China 2025” to ogłoszona w 2015 kompleksowa strategia mająca ograniczyć zależność Chin od importu i firm zagranicznych oraz zapewnić globalną konkurencyjność i przywództwo technologiczne w wybranych branżach. W jej ramach wskazano perspektywiczne sektory, których rozwój był intensywnie wspierany. Choć nie wszystkie ambitne cele udało się zrealizować, Chiny dokonały ogromnego postępu dzięki publicznemu wsparciu dla firm, masowym inwestycjom, rozwojowi naukowemu (także kosztem praw własności intelektualnej innych podmiotów) oraz ograniczaniu dostępu zagranicznych firm do rynku krajowego.
- W rezultacie gwałtownie wzrosły moce produkcyjne w zaawansowanych technologicznie branżach, co **wymusza „eksport nadwyżek mocy produkcyjnych”**. Pomimo działań władz nie udało się bowiem na tyle pobudzić popytu krajowego, aby mógł on w istotnym stopniu wchłonąć szybko rosnącą podaż..

(Droga) polityka przemysłowa po chińsku: ekspansja, ekspansja i jeszcze raz ekspansja

Udział Chin, USA i UE w globalnym eksporcie wybranych zaawansowanych towarów przemysłowych



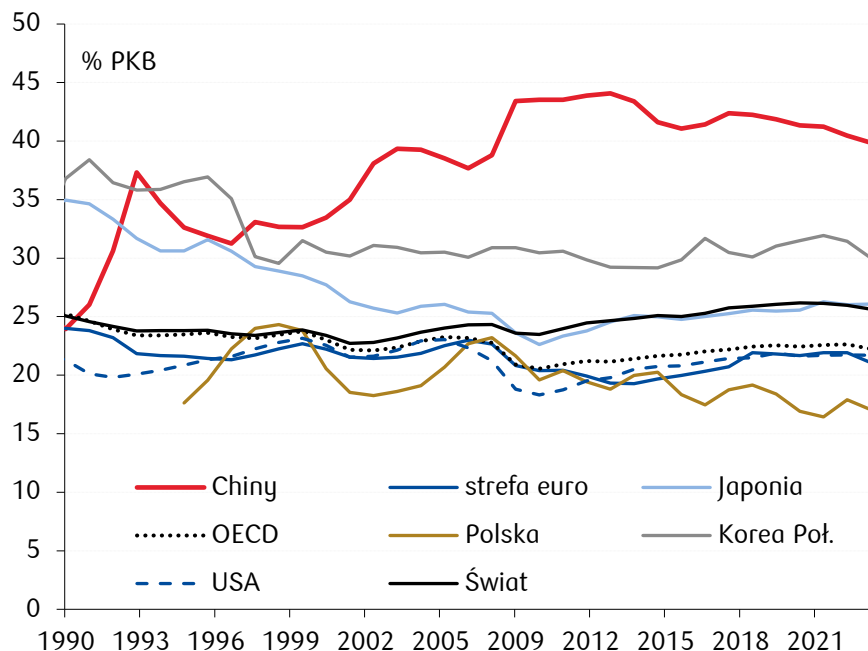
Szacowane koszty fiskalne interwencji w ramach polityk przemysłowych



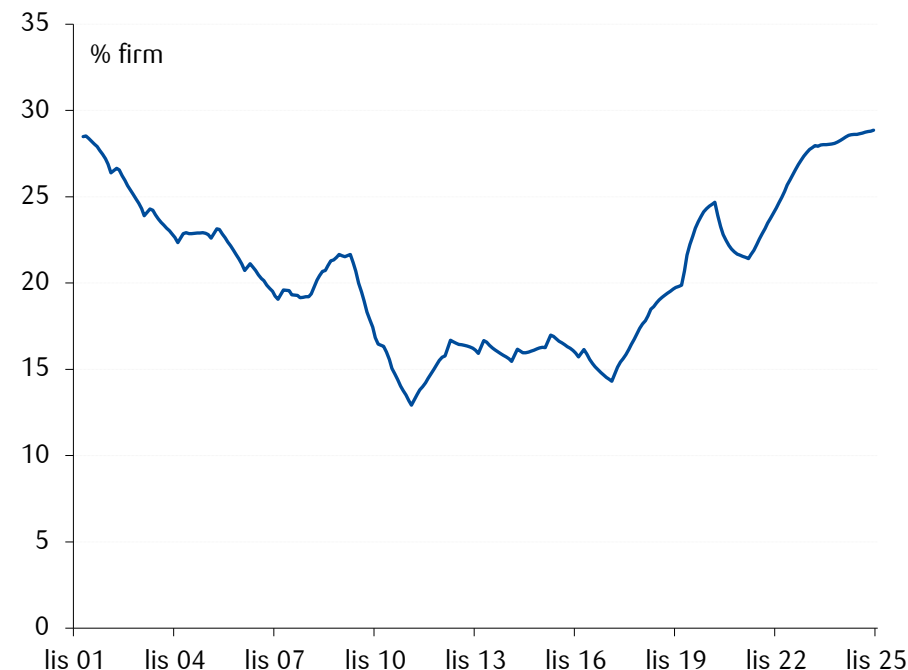
- Chiński model rozwoju opiera się na intensywniej polityce przemysłowej, co oznacza bardzo wysokie koszty ponoszone przez państwo - co najmniej 4% PKB rocznie, czyli około dwukrotnie więcej niż średnio w UE czy Wielkiej Brytanii. Wykorzystywane przez Chiny instrumenty obejmują przeznaczone dla wybranych branż subsydia, granty i dotacje kapitałowe, przekazywanie firmom ziemi za darmo lub po preferencyjnych cenach oraz ulgi podatkowe.
- Dzięki temu Chiny w krótkim czasie zbudowały niezwykle konkurencyjne sektory nowoczesnych technologii, w szczególności półprzewodników, elektroniki i tzw. zielonych branż (baterii, samochodów elektrycznych i paneli fotowoltaicznych). Polityka ta przyniosła wymierne efekty: szybkie wdrażanie na skalę przemysłową zaawansowanych technologicznie, wysokiej jakości produktów wytwarzanych po cenach niższych niż u konkurentów. Jeszcze przed 2020 r. Chiny były drugoligowym graczem na globalnym rynku samochodów elektrycznych, a dziś wyraźnie dominują i wypierają konkurencję.

Wady i koszty chińskiego modelu rozwoju: nadmiarowe moce produkcyjne i przeinwestowanie

Inwestycje jako % PKB



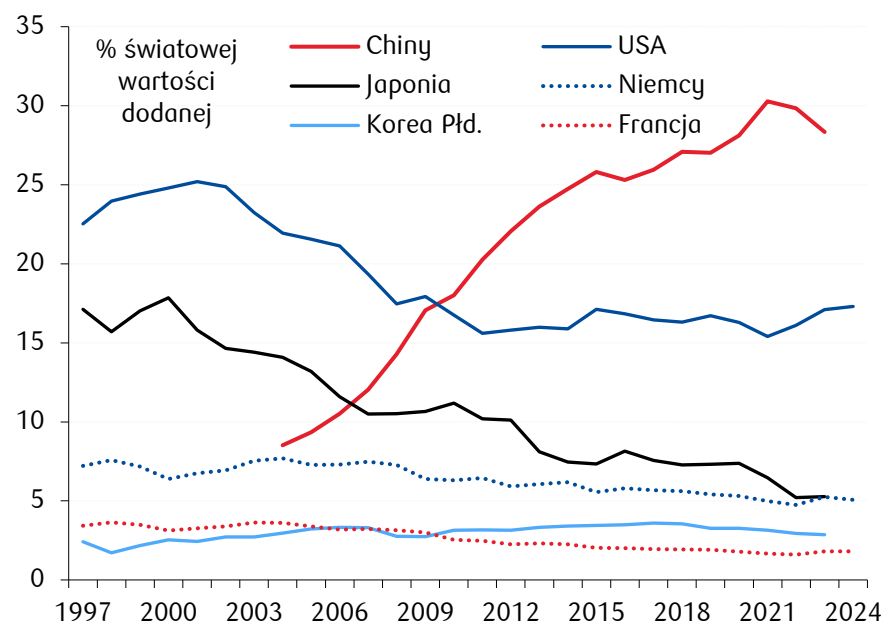
Udział chińskich przedsiębiorstw odnotowujących stratę finansową



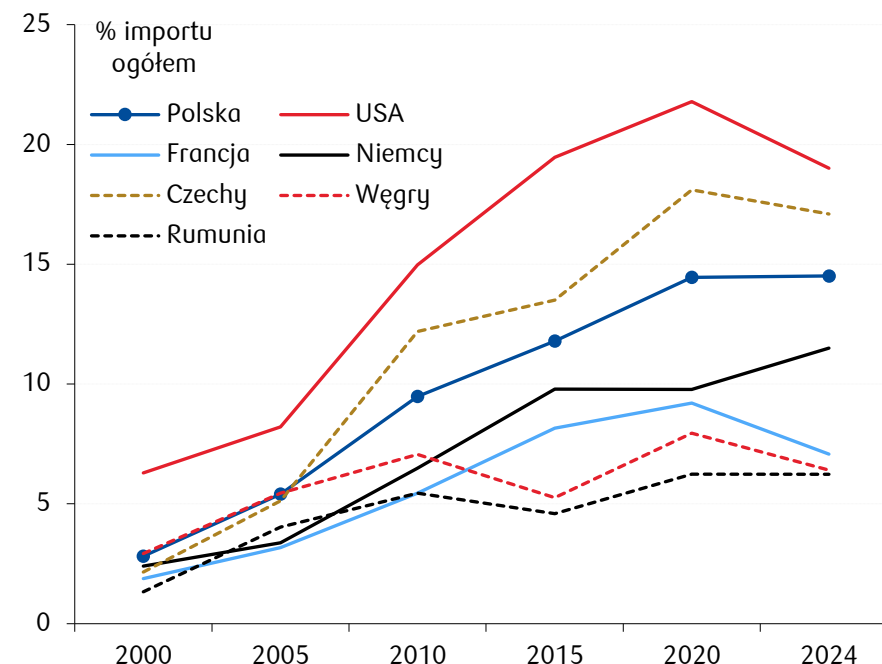
- **Chińska polityka przemysłowa, jak i w ogólności chiński model rozwoju, generują jednak istotne koszty ekonomiczne:** marnotrawienie zasobów, niską efektywność firm (ogółu, a nie wybranych liderów), odgórny wybór „zwycięskich branż”, monopolizację oraz koncentrację kapitału w jednym sektorze kosztem innych. W krótkim okresie koszty te są możliwe do kontrolowania, lecz w długim zwiększają ryzyko kryzysu i załamania modelu rozwoju. Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wymaga także ciągłych nadmiernych inwestycji, wyższych niż uzasadnia rachunek ekonomiczny, co ogranicza poziom konsumpcji. Niezbędny pozostaje również dostęp do rynków eksportowych, umożliwiającą lokowanie nadwyżek produkcji.
- Dodatkowym skutkiem tej strategii jest **systematyczny spadek marż wśród chińskich firm oraz wzrost odsetka przedsiębiorstw ponoszących straty**. Pod koniec 2025 udział takich firm zbliżył się do 30% i był najwyższy w historii dostępnych danych.

Globalny pochod chińskiego przemysłu

Udział wybranych państw w globalnym wytwarzaniu wartości dodanej w przetwórstwie przemysłowym



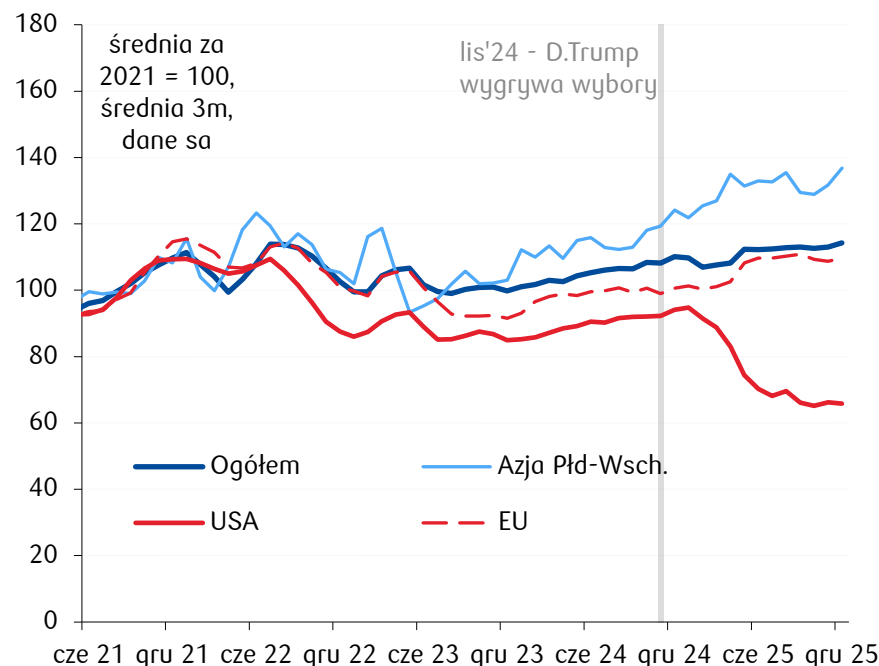
Import towarów z Chin – udział Chin w imporcie ogółem wybranych gospodarek



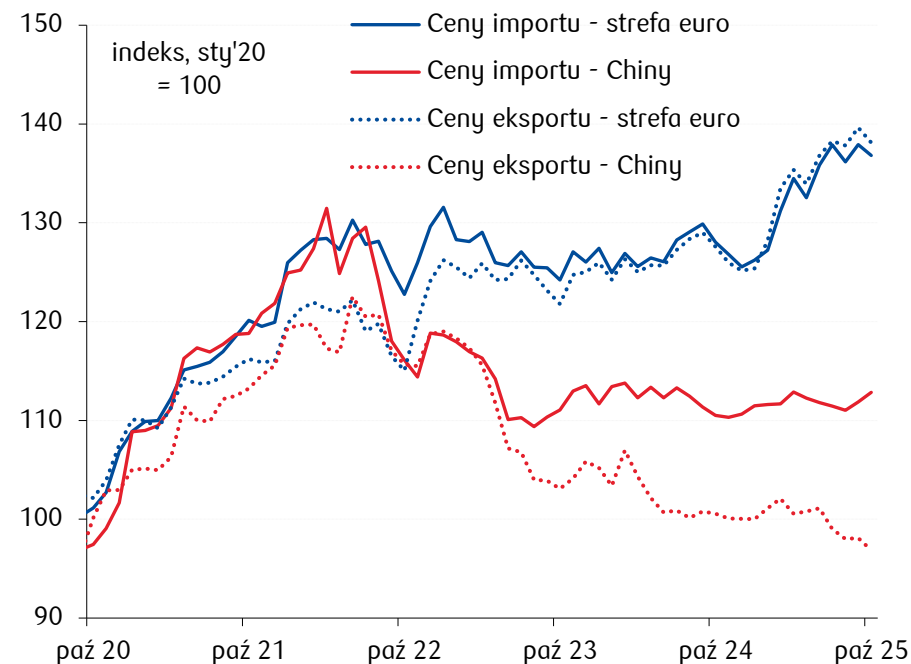
- Co najmniej od przyjęcia Chin do WTO (2001) chińska gospodarka systematycznie zwiększa udział w globalnej wartości dodanej przetwórstwa przemysłowego, m.in. kosztem Japonii i USA. Około 2020 Chiny odpowiadały już za ok. 30% światowej wartości dodanej w przetwórstwie, a ich udział w długim okresie prawdopodobnie będzie dalej rósł. Od 2022 nastąpił jednak niewielki wzrost udziału USA i spadek Chin (dane do 2023), co trudno jednoznacznie wyjaśnić; jedną z przyczyn może być amerykańska polityka przemysłowa (CHIPS Act i IRA).
- Model rozwoju Chin w dużej mierze opierał się na zdobywaniu rynków zagranicznych, co pozwalało zagospodarować nadwyżki produkcyjne, czego dowodem jest wzrost udziału importu z Chin w imporcie ogółem szeregu gospodarek. Dalszy szybki wzrost tego importu jest jednak coraz trudniejszy – zarówno ze względu na już wysoki poziom, jak i rosnącą świadomość wyzwań i zagrożeń związanych z pogłębianiem zależności gospodarczej od Chin przez państwa Zachodu.

Coraz tańszy i coraz większy eksport z Chin

Eksport towarów z Chin w USD



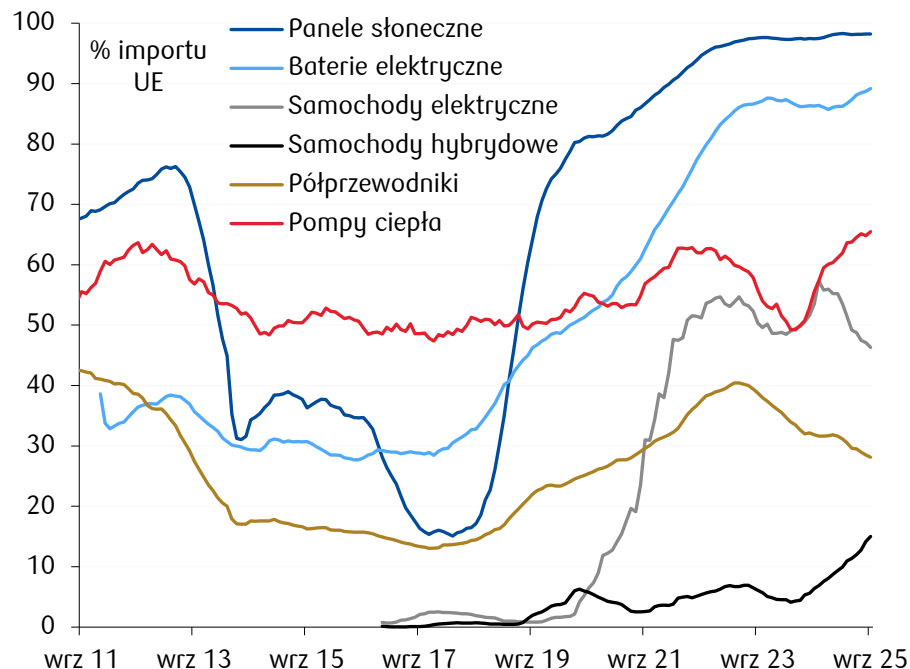
Ceny importu i eksportu – Chin i strefy euro



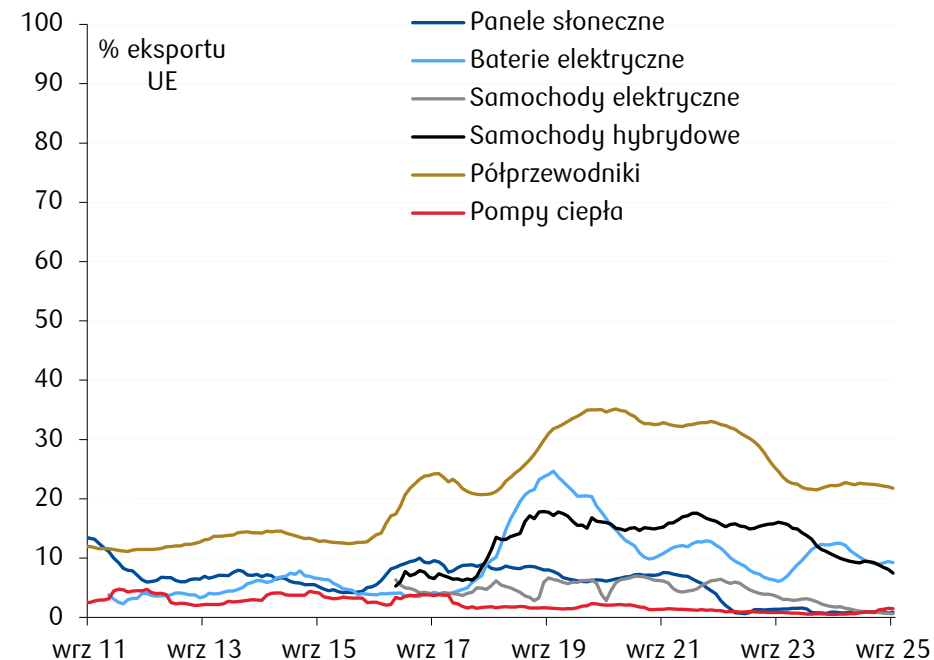
- **Wprowadzenie wysokich ceł przez USA w 2025 nie ograniczyło, wbrew oczekiwaniom, chińskiego eksportu towarów.** W 2025 eksport ogółem wzrósł o ponad 5% r/r, chociaż eksport do USA spadł o blisko 20%. **Chiny znacząco zwiększyły sprzedaż do Azji Południowo-Wschodniej i Afryki, a z pewnym opóźnieniem także do UE.** Wzrost eksportu do UE można interpretować jako częściowe przekierowanie wcześniejszych dostaw do USA oraz efekt chińskiej nadprodukcji. Równolegle nasilają się dążenia Chin do samowystarczalności – co najmniej od 2022 Chiny aktywnie ograniczają import, zwłaszcza z państw Zachodu (USA, UE, Japonii, Australii), w szczególności zaawansowanych technologicznie towarów, które starają się wytwarzać lokalnie.
- Jednym z kluczowych czynników konkurencyjności chińskiego eksportu ostatnich lat jest silny spadek cen: od początku 2022 obniżyły się one w Chinach o ok. 20%, podczas gdy w strefie euro lekko wzrosły. To utrudnia firmom europejskim konkurowanie na rynkach trzecich i prowadzi do ich wypierania.

Relacje handlowe UE-Chiny stają się coraz bardziej jednostronne

Udział Chin w importie do UE wybranych towarów



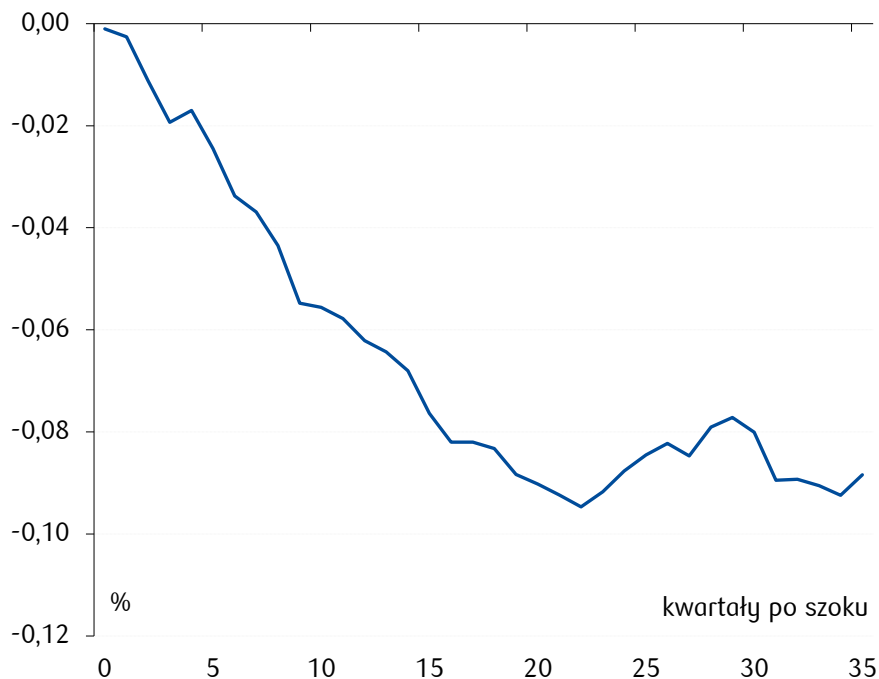
Udział Chin w eksporcie z UE wybranych towarów



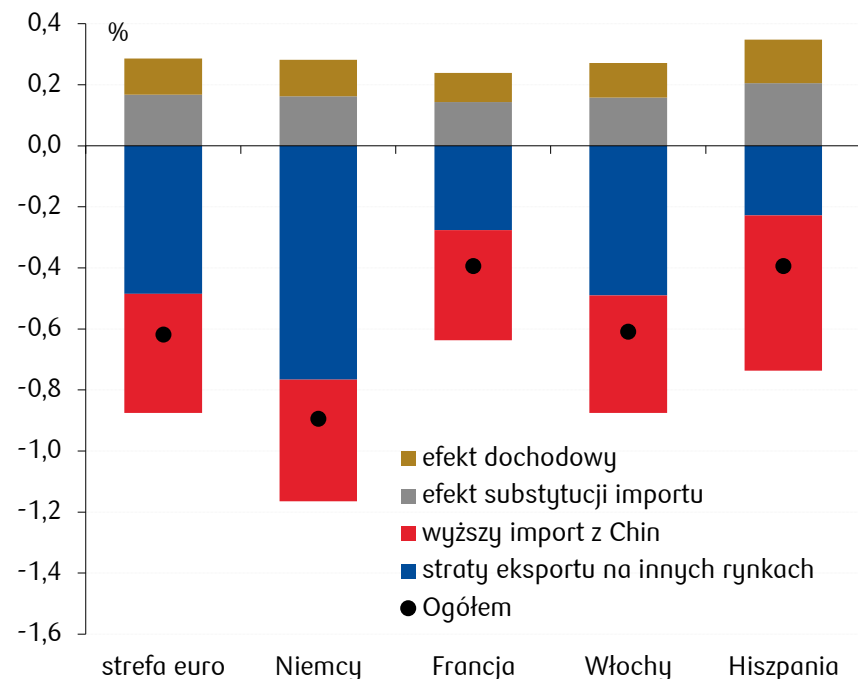
- Chiny są ważnym kierunkiem importu dla UE, a w zaawansowanych technologiach i sektorach „zielonej gospodarki” ich znaczenie jest kluczowe. W ostatnich latach osiągnęły bardzo wysokie udziały w imporcie UE – niemal 100% w przypadku paneli fotowoltaicznych i ok. 90% w bateriach. W innych segmentach, takich jak samochody elektryczne i hybrydowe, obserwowany jest szybki wzrost. Skutki unijnych działań ochronnych są ograniczone, a spadek udziału Chin w imporcie samochodów EV można wiązać nie tylko z cłami, lecz także z dekoniunkturą w UE, zaś w półprzewodnikach – z zakończeniem „kryzysu chipowego” w motoryzacji. Należy też pamiętać, że udział w imporcie nie oznacza udziału w rynku – w 2024 Chiny odpowiadały za ok. 50% importu samochodów elektrycznych, lecz tylko za ok. 20% sprzedaży.
- Znaczenie Chin dla unijnego eksportu omawianych towarów jest ograniczone, mimo wzrostów w 2015–2022. Od tego czasu obserwujemy stopniowe zmniejszanie ich roli dla unijnych eksporterów. Zagrożenie ze strony Chin ma charakter podwójny: rośnie zależność od importu, a jednocześnie kurczy się rynek eksportowy.

Rosnący import z Chin obniży inflację i PKB w Europie

Wpływ spadku cen importu towarów przemysłowych z Chin o 1% na ceny nieenergetycznych towarów przemysłowych (NEIG) w strefie euro



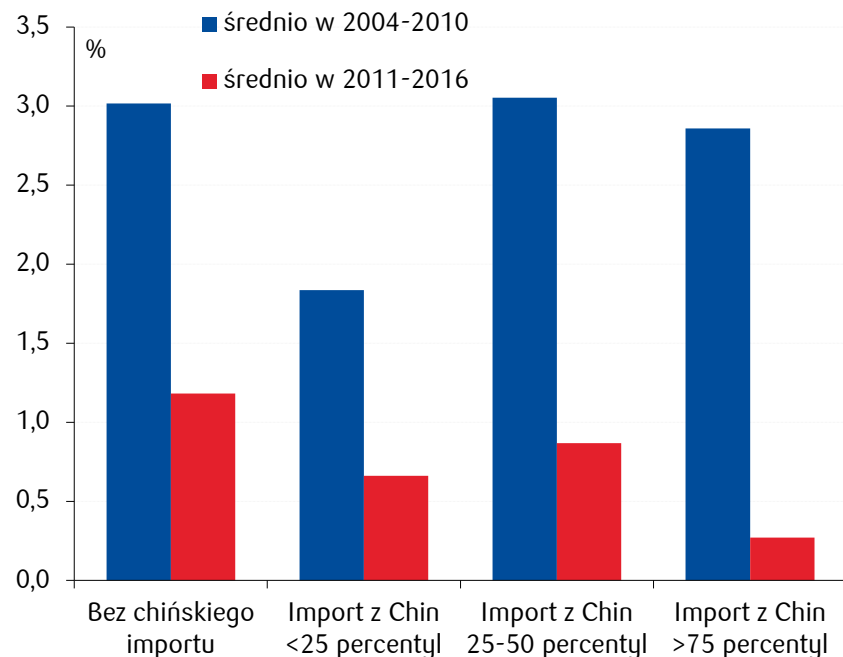
Skumulowany (do 2029) wpływ na PKB zwiększonego eksportu Chin (szac. Goldman Sachs)



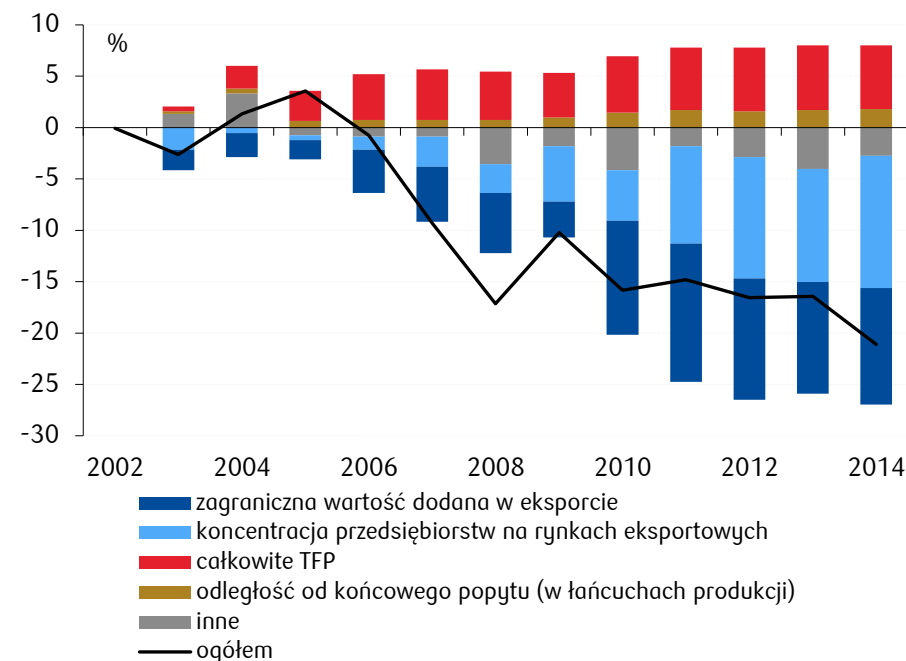
- Według szacunków ekonomistów EBC, spadek cen importowanych z Chin towarów przemysłowych o 1% obniża ceny nieenergetycznych towarów przemysłowych HICP (NEIG) w strefie euro o 0,1% w horyzoncie dwóch lat. Przy obecnej skali spadku cen oznacza to obniżenie NEIG w 2026 o ok. 0,5 pp oraz inflacji HICP ogółem o ok. 0,15 pp.
- Wpływ rosnącego globalnego eksportu Chin na PKB strefy euro powinien być ujemny. Według Goldman Sachs do 2029 PKB byłby w takim scenariuszu niemal o 1% niższy. Głównym kanałem będzie wypieranie europejskich firm z rynków eksportowych, to zjawisko będzie najsilniejsze w Niemczech i najsłabsze we Francji, a w dalszej kolejności wzrost importu z Chin, który mechanicznie obniża PKB. Jednocześnie rosnący import będzie miał też pozytywne efekty: zastąpi droższy import z innych krajów (efekt substytucji) oraz zwiększy realną zamożność firm i konsumentów dzięki niższym cenom (efekt dochodowy).

Konkurencja z Chin obniża marże europejskich firm

Średni wzrost wydajności pracy w europejskich firmach w zależności od skali intensywności importu z Chin w danej branży



Źródła spadku marż (ekonomicznych) w firmach eksportujących w Polsce między 2002 and 2014



- Badania ([Friesenbichler et al. 2024](#)) pokazują, że do ok. 2010 konkurencja z Chin stymulowała innowacje i produktywność europejskich firm, natomiast po 2010 działała odwrotnie. Firmy reagowały na konkurencję z Chin głównie obniżkami cen i przychodów, co ograniczało ich zdolność do inwestycji i innowacji, sugerując absorpcję „szoku chińskiego” poprzez spadek marż. Brakuje analogicznych analiz dla Polski. Najbardziej szczegółowe badanie ([Gradzewicz Mućk, 2019](#)) wskazuje, że w latach 2002–2014 marże eksporterów (narzut ponad koszt krańcowy) spadły o prawie 20%, znacznie silniej niż wśród firm nieeksportujących. Autorzy wiążą to z rosnącą zależnością od importowanych komponentów oraz nasilającą się konkurencją cenową na rynkach globalnych.
- Postępująca ekspansja chińskiego importu na rynki UE może ograniczać marże polskich firm. Doświadczenia historyczne pokazują jednak, że krajowy przemysł relatywnie dobrze radził sobie w okresach kryzysowych, a potencjalnym kanałem łagodzącym może być wzrost roli polskich firm w europejskich łańcuchach dostaw.

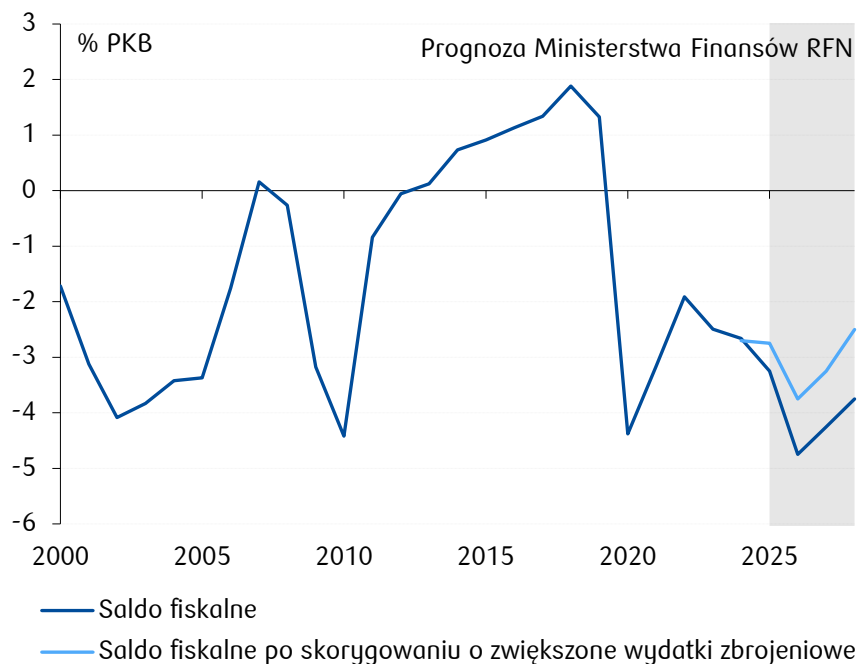


Bank Polski

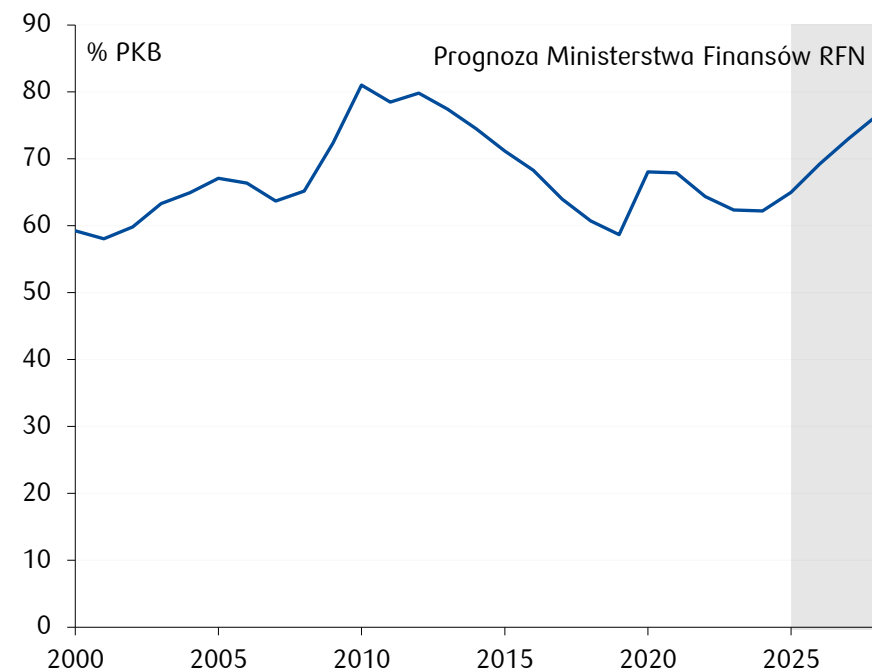
#2 Kiedy nadejdzie niemieckie
ożywienie i co z niego wyniknie?

Nadchodzi wzrost wydatków, deficytu i zadłużenia

Prognozowane w projekcie ustawy budżetowej
saldo fiskalne



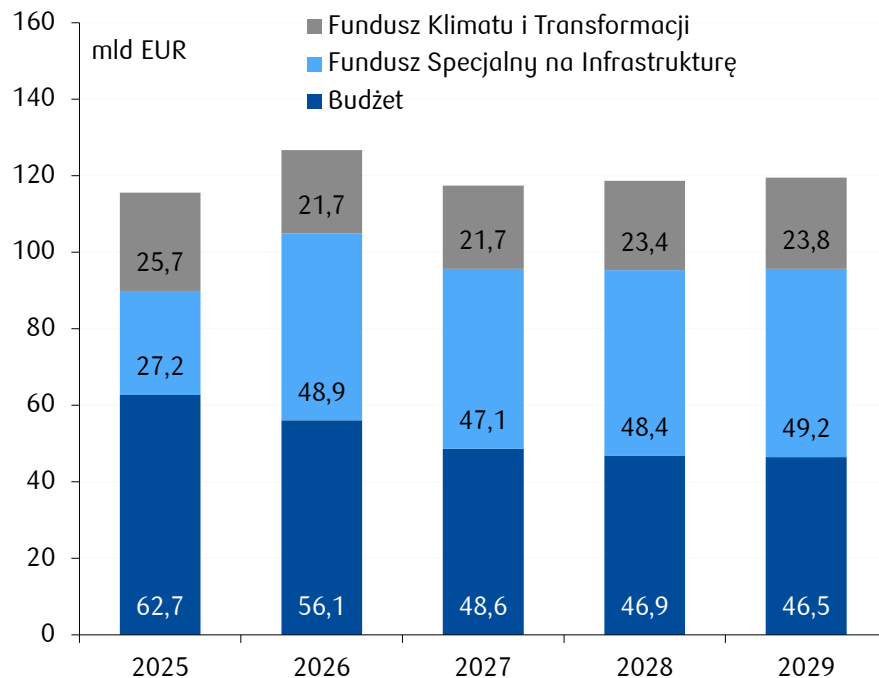
Prognozowany w projekcie ustawy budżetowej
dług publiczny



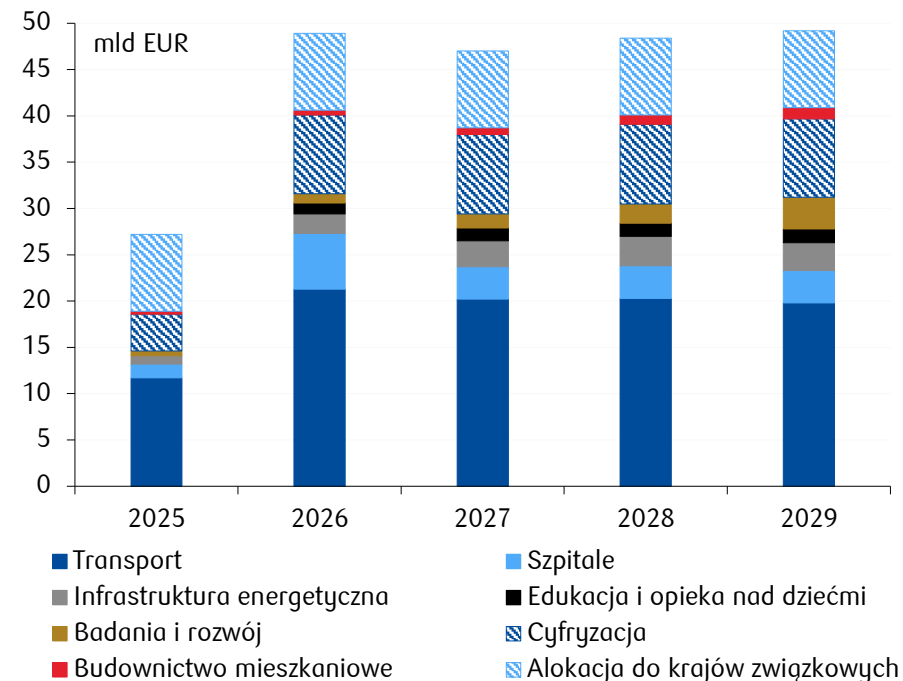
- W marcu 2025 niemiecka koalicja rządząca osiągnęła porozumienie w sprawie finansowanego długiem pakietu wydatków na obronność i infrastrukturę. Była to znacząca zmiana w dotychczasowym podejściu niemieckich władz, dotychczas preferujących konserwatywną politykę fiskalną, dająca szansę, że impuls fiskalny wyrwie gospodarkę z marazmu. Wydatki na obronność powyżej 1% PKB będą wyłączone z limitów zadłużenia. Utworzono także Fundusz Specjalny na Infrastrukturę o wartości 500 mld EUR, który ma zostać zrealizowany w ciągu 12 lat. Z tej puli 100 mld EUR zostanie przekazane na rzecz klimatu i transformacji, a kolejne 100 mld EUR do dyspozycji władz lokalnych.
- Wzrost wydatków przełoży się na wzrost deficytu fiskalnego w 2026 do około 4,75% PKB – poziomu najwyższego od 1995. W kolejnych latach deficyt będzie mniejszy (około 4,25% PKB w 2027 i 3,75% PKB w 2028). Dług publiczny w relacji do PKB będzie stopniowo narastał, a w 2028 ma wynieść 76,5% wobec 62,2% na koniec 2024.

Inwestycje funduszy specjalnych wypierają inwestycje z budżetu

Nakłady na inwestycje z budżetu oraz funduszy specjalnych



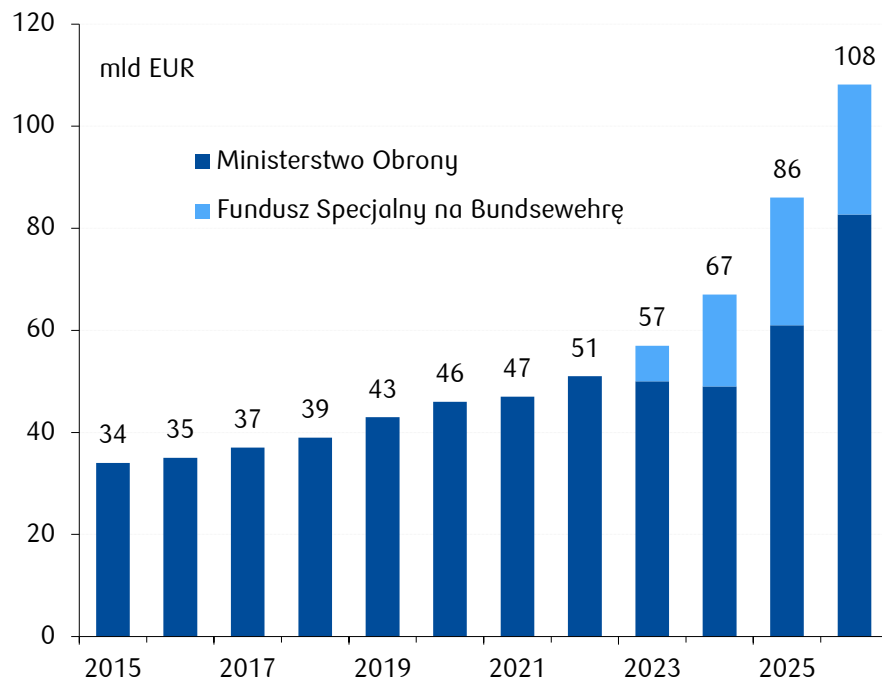
Alokacja środków Funduszu Specjalnego na Infrastrukturę



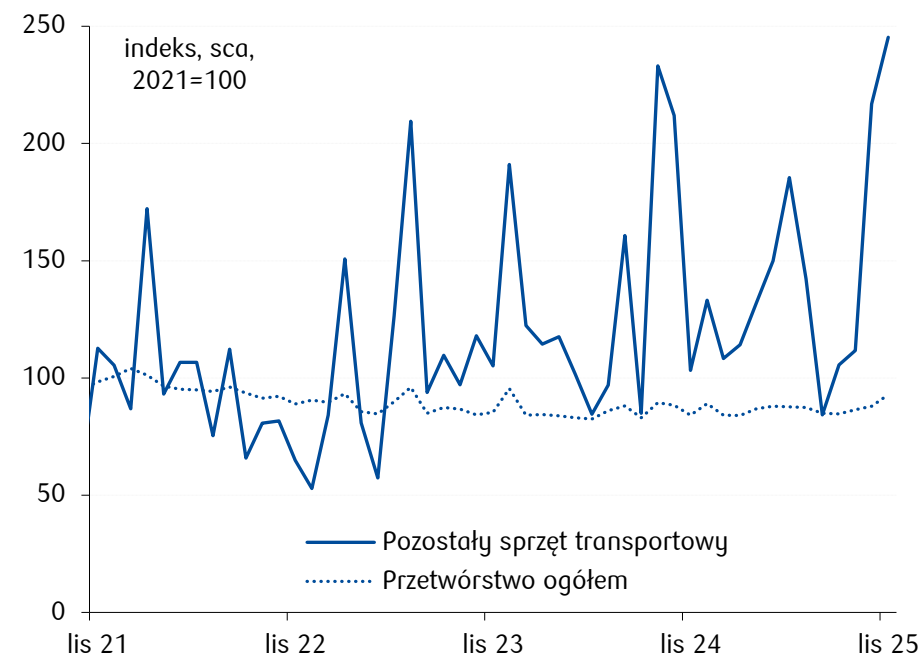
- Inwestycje finansowane z budżetu państwa w tym roku i kolejnych latach będą stanowiły co najmniej 10% ogółu wydatków budżetowych, jednak próg ustanowiony na tym poziomie jest powszechnie krytykowany jako niedostatecznie ambitny. Wzrost nakładów na inwestycje w ramach Funduszu Klimatu i Transformacji oraz Funduszu Specjalnego na Infrastrukturę będzie (przynajmniej częściowo) zastępował spadek inwestycji z budżetu centralnego. To oznacza, że część środków może w rzeczywistości zostać wykorzystana na utrzymanie i modernizację istniejącej infrastruktury lub finansowanie wcześniej planowanych projektów, zamiast w pełni przyczyniać się do powstawania nowych, nieplanowanych wcześniej inwestycji, a siła impulsu popytowego wygenerowanego przez pakiet będzie mniejsza od początkowych założeń.
- Fundusz infrastrukturalny będzie finansować przede wszystkim infrastrukturę w transporcie (ponad 40% rocznej alokacji funduszu) oraz wspierać cyfryzację (ponad 17%). Ponadto, każdego roku 8,3 mld EUR zostanie przekazane do dyspozycji krajom związkowym i władzom lokalnym.

Niemcy się zbroją

Wydatki na obronność w ramach budżetu i środków pozabudżetowych



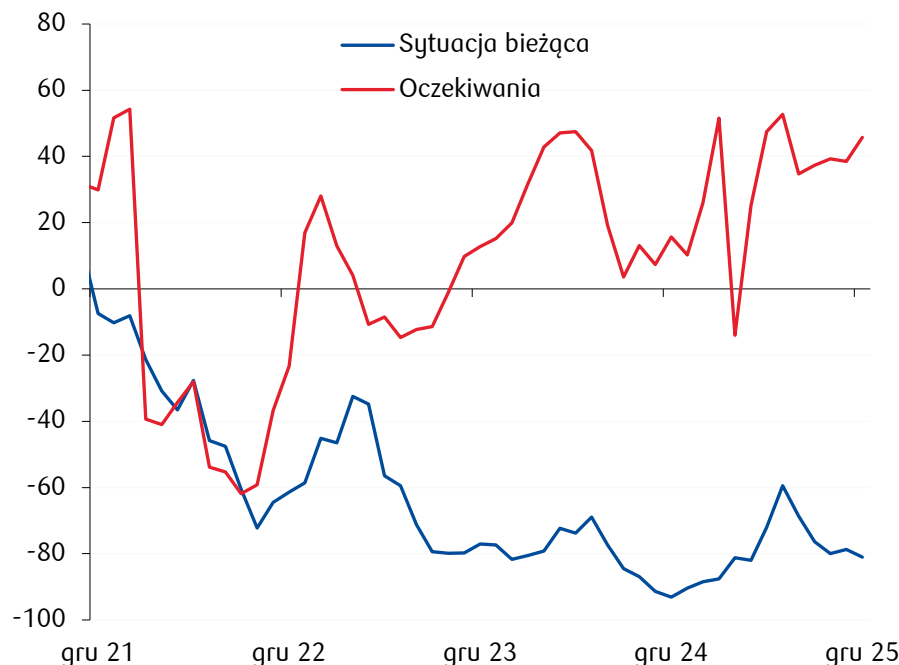
Nowe zamówienia pozostałego sprzętu transportowego (samoloty, statki, poj. wojskowe)



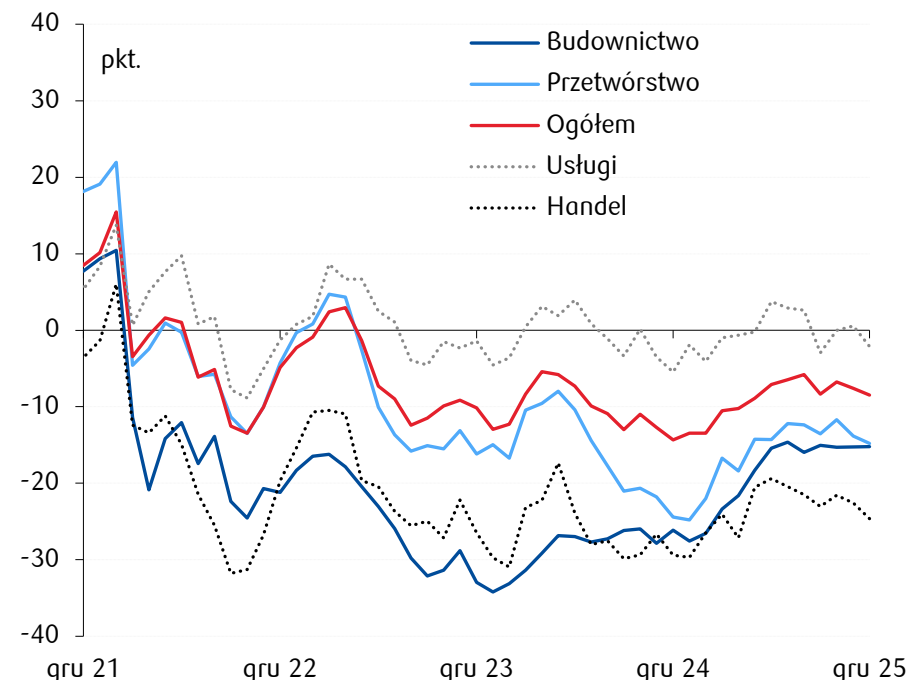
- Finansowane z budżetu nakłady na obronność w 2026 mają wynieść 82,7 mld EUR, co w połączeniu ze środkami Funduszu Specjalnego na Bundeswehrę przełoży się na 108 mld EUR łącznego finansowania sektora – ponad dwukrotnie więcej niż przed wybuchem pełnoskalowej agresji Rosji na Ukrainę. Nakłady na zbrojenia w relacji do PKB w 2026 wzrosną do 2,8%, a docelowo w 2029 do 3,5% - zgodnie z celem NATO.
- Pierwsze efekty zwiększonego popytu już widać. W ostatnich miesiącach obserwujemy wyraźny wzrost nowych zamówień w przemyśle. Motorami napędowymi nowych zamówień ogółem są produkcja wyrobów metalowych oraz „pozostały sprzęt transportowy”, który obejmuje samoloty, statki, pociągi oraz pojazdy wojskowe. Wolumen nowych zamówień w tej kategorii od lipca do listopada wzrósł niemal trzykrotnie i jest obecnie na rekordowym poziomie (w ujęciu sca).

Ostatni rok przyniósł poprawę nastrojów, jednak nie we wszystkich sektorach i przede wszystkim co do przyszłości

Indeks koniunktury ZEW



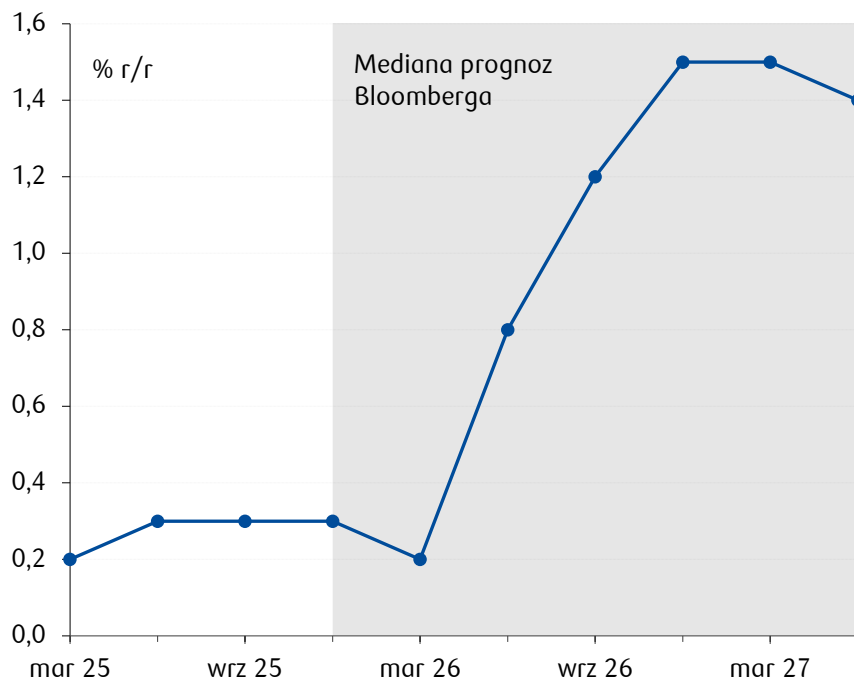
Indeks koniunktury Ifo - ujęcie sektorowe



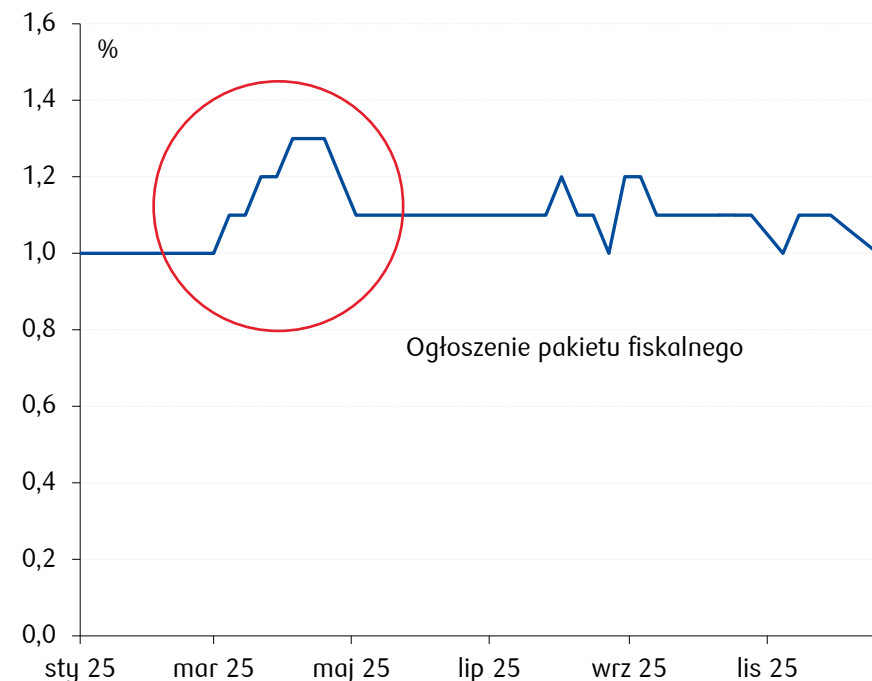
- Nastroje inwestorów co do przyszłości mierzone przez indeks ZEW w ostatnim roku istotnie się poprawiły, a ponad połowa ankietowanych inwestorów oczekuje lepszej kondycji niemieckiej gospodarki w przyszłości. **Szczególnie silna poprawa przypada na marzec 2025, gdy ogłoszono pakiet fiskalny**, który daje szanse by odmienić kondycję niemieckiej gospodarki w kolejnych latach. **Dziś, 9 miesięcy później, nie widać jednak by pakiet poprawił bieżącą sytuację. Jej oceny są zdecydowanie negatywne** – jedynie 1,1% ankietowanych uważa obecną sytuację za dobrą wobec 82,1% tych, którzy oceniają ją źle.
- Badanie koniunktury przedsiębiorstw Ifo wskazuje na znacznie mniejszą przewagę oczekiwań na kolejne 6 miesięcy nad oceną sytuacji bieżącej, która jest bliska pięcioletnich minimów. **Rozbicie sektorowe pokazuje, jednak że klimat biznesowy (średnia oczekiwań i sytuacji bieżącej) w ostatnich 12 miesiącach poprawił się przede wszystkim w budownictwie i przetwórstwie (główni beneficjenci pakietu).** W usługach i handlu zmiana jest mniejsza, a ostatnie miesiące przyniosły pogorszenie koniunktury.

Prognozy wzrostu PKB pozostały w najlepszym razie umiarkowane

Prognoza wzrostu PKB Niemiec



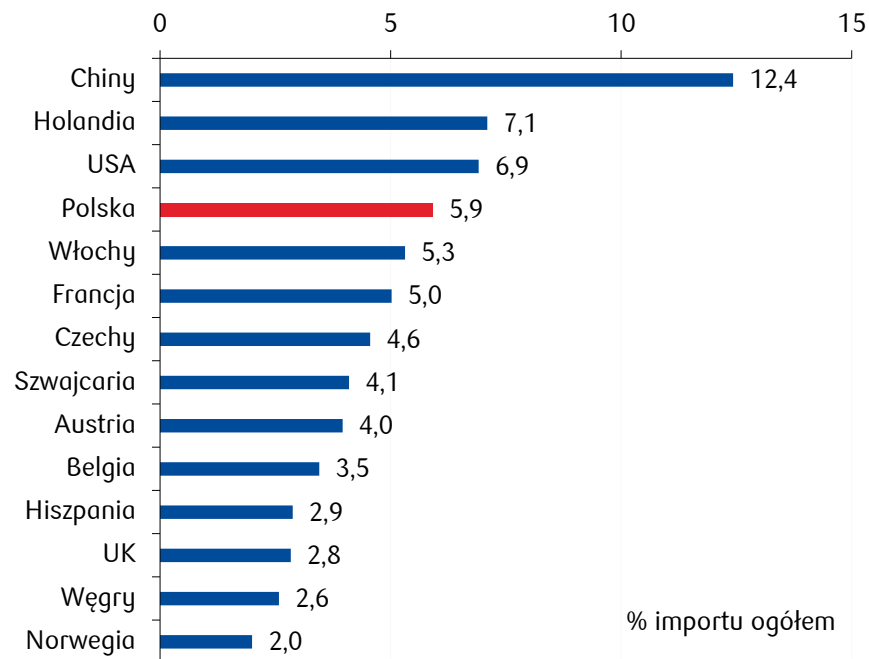
Ewolucja prognoz wzrostu PKB Niemiec w 2026



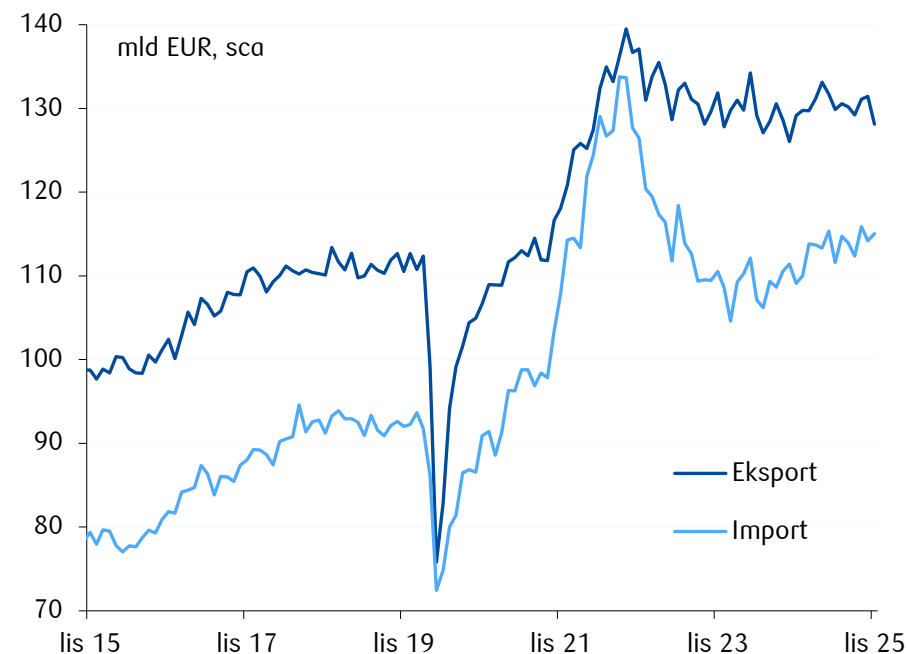
- Choć ogłoszenie pakietu fiskalnego o wartości 500 mld EUR przykuło uwagę i znalazło się na pierwszych stronach gazet, to **oczekiwania co do wzrostu PKB w 2026 wzrosły tylko o 0,3pp i tylko chwilowo**. Niemniej jednak, po kilku kwartałach rachitycznego wzrostu nieprzekraczającego 0,5% r/r, przełom 2026 i 2027, kiedy przez niemiecką gospodarkę przefiltrują się negatywne skutki amerykańskich cel, powinien przynieść ożywienie i wzrost gospodarczy zbliżający się do 1,5% r/r.
- Według naszych analiz (opartych na bazie FIGARO) **planowany impuls fiskalny może wygenerować maksymalnie 600 mld EUR dodatkowego PKB w ciągu 12 lat, co oznacza dodatkowe ok. 1,1% PKB rocznie**. Będzie to jednak możliwe tylko wtedy, gdy środki nie zostaną przesunięte z istniejących programów, lecz faktycznie stworzą nowe inwestycje.

Kto skorzysta na niemieckim ożywieniu?

Najważniejsze źródła niemieckiego importu



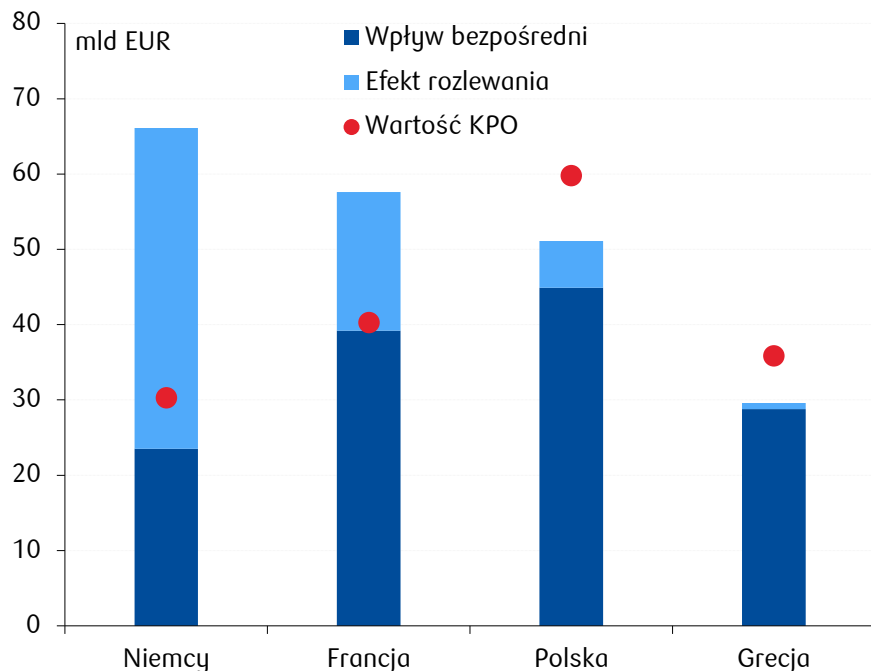
Eksport oraz import Niemiec



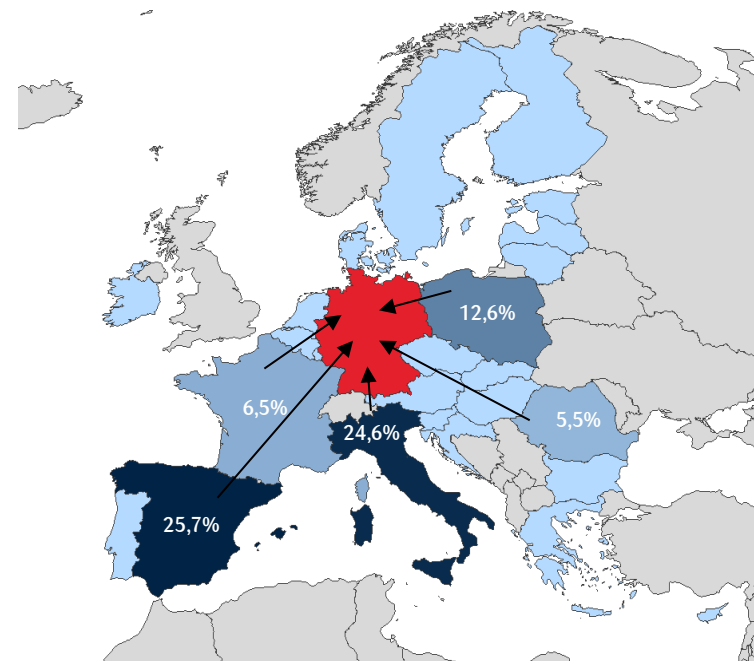
- Na przestrzeni ostatnich 20 lat Polska wyprzedziła m.in. Francję, Włochy i Hiszpanię w rankingu największych eksporterów do Niemiec, zaś dla Polski Niemcy są najważniejszym kierunkiem eksportowym. Choć co do zasady Polska korzysta na rozwoju gospodarczym zachodniego sąsiada, to wpływ tego ożywienia na krajową koniunkturę będzie ograniczony. Według naszych analiz wygenerowany przez niemiecki pakiet wzrost rocznego PKB Polski na przestrzeni 12 lat wyniesie jedynie 0,2% (w porównaniu do 0,3% dla Czech, 0,2% dla Węgier 0,2% i 0,1% dla Rumunii).

Europejskie programy KPO będą napędzać niemiecką gospodarkę

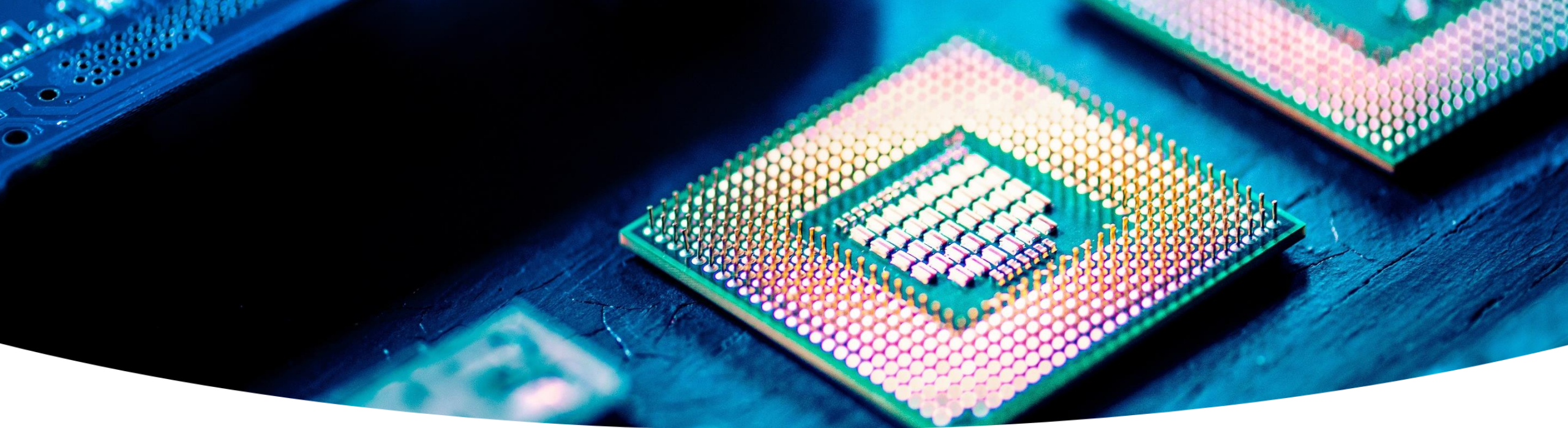
Wpływ lokalnych i zagranicznych programów KPO na wartość dodaną w wybranych państwach UE



Szacowany udział państw UE w efektach rozlewania krajowych programów KPO do Niemiec



- Poza pakietem fiskalnym niemieckiemu ożywieniu sprzyjać będzie realizacja krajowych programów w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności w państwach członkowskich UE. Michels i in. (2025) szacują, że przy założeniu pełnej implementacji programów w 27 państwach UE średniookresowy wpływ realizacji programów za granicą na wartość dodaną w Niemczech wyniesie około 66 mld EUR, ponad dwukrotnie więcej niż wynosi wartość samego niemieckiego KPO.
- Obserwowany w Niemczech „efekt rozlewania” zagranicznych programów (ponad 40 mld EUR wartości dodanej) to w połowie zasługa programów w Hiszpanii (25,7%) oraz Włoszech (24,6%), zaś polski KPO odpowiada za około 12,6% tego efektu i zamyka podium. W ujęciu branżowym na efekcie rozlewania najbardziej skorzysta niemiecki sektor przetwórczy, w szczególności wytwarzanie maszyn i urządzeń, produkcja pojazdów, komputerów, elektroniki i produktów optycznych, a także wytwarzanie sprzętu elektrycznego.

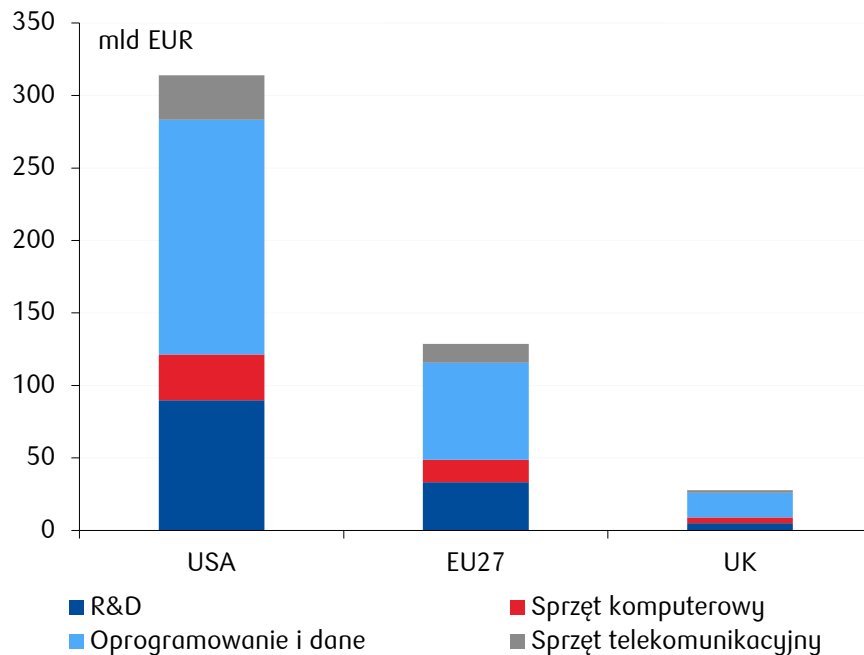


Bank Polski

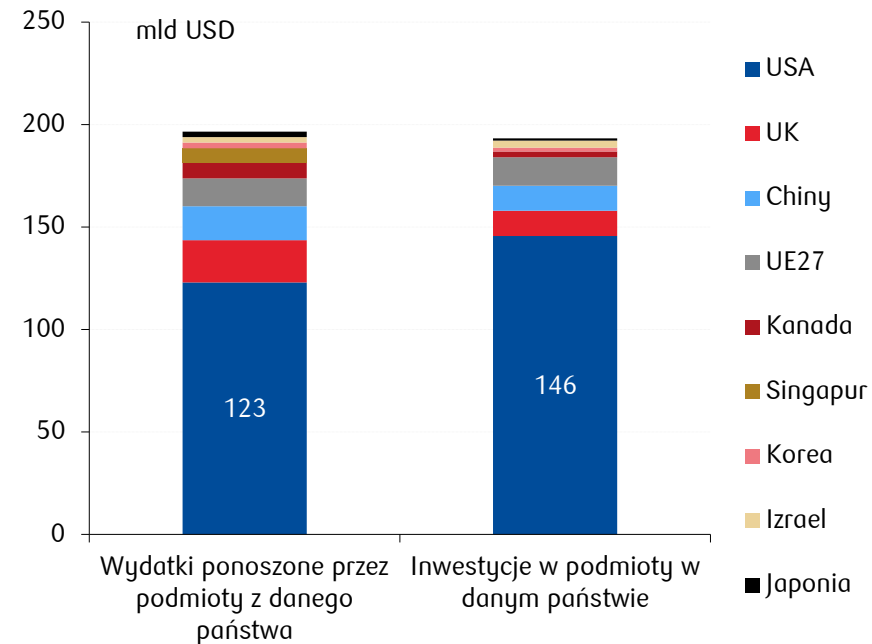
#3 Zbyt wysokie wydatki na AI?

USA są niekwestionowanym liderem inwestycji w AI

Wybrane typy inwestycji w rozwój AI w 2023*



Przepływ kapitału funduszy Venture Capital w startupy AI w 2025

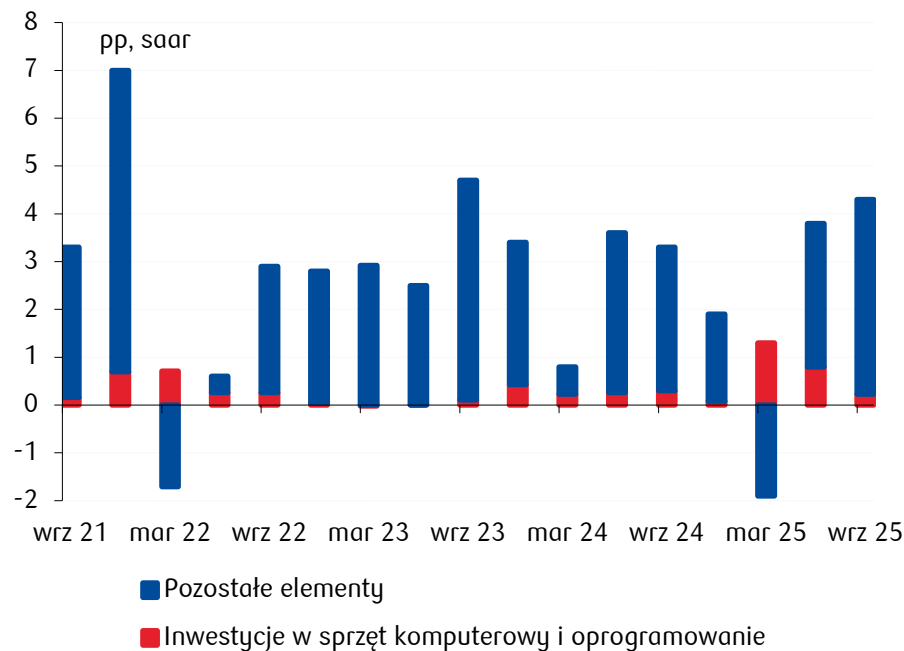


- **USA są niekwestionowanym liderem inwestycji w AI.** Eksperymentalne szacunki OECD wskazują, że wydatki na 4 wybrane obszary AI w 2023 w USA były niemal trzykrotnie wyższe niż w całej Unii Europejskiej. Nie dysponujemy niestety analogicznymi danymi dla Chin.
- Długookresowe [szacunki](#) wpływu AI na produktywność w USA sięgają nawet 1% rocznie.
- **Pomimo głębokości rynku finansowego USA, zlokalizowane tam startupy przyciągają kapitał z zagranicy**, a łączna kwota związanych z AI inwestycji funduszy Venture Capital w USA systematycznie przekracza wydatki ponoszone przez amerykańskie podmioty VC (szacunki OECD na podstawie danych Preqin). Największym źródłem kapitału dla amerykańskich startupów jest Wielka Brytania, Kanada i Singapur.

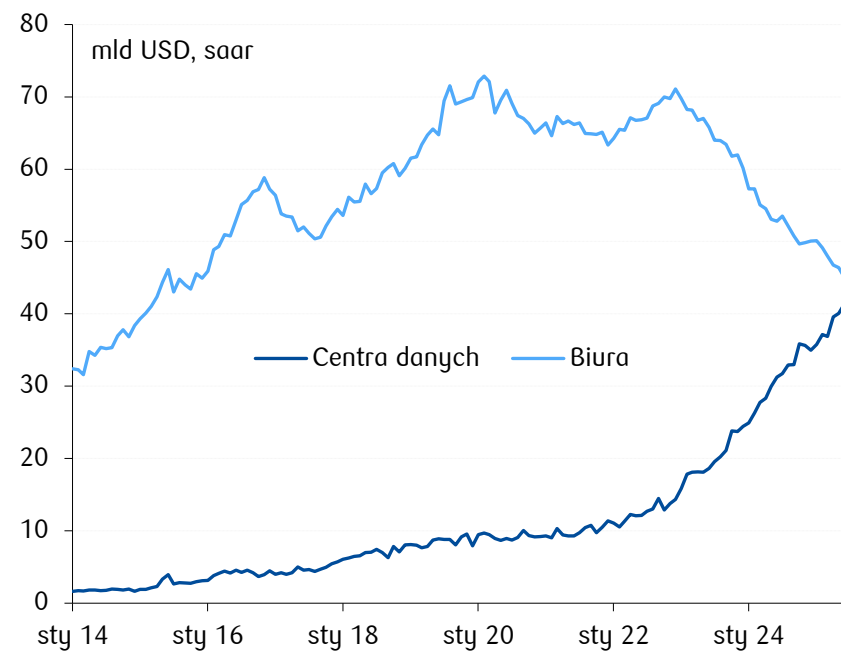
*szacunki OECD nie obejmują Chin

Inwestycje w AI wpływają na amerykańską koniunkturę

Wkład nakładów na sprzęt IT i oprogramowanie do wzrostu PKB w USA



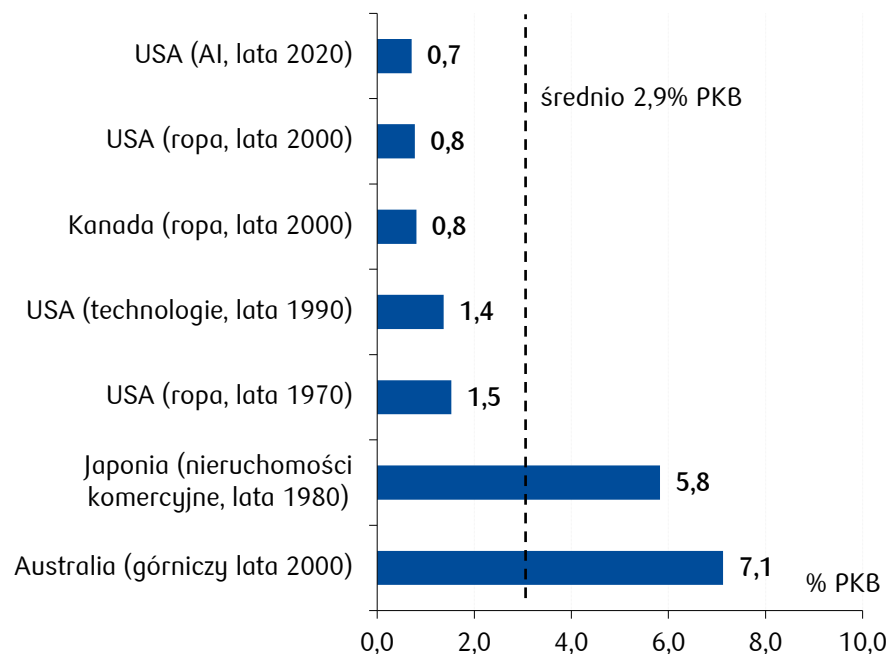
Miesięczne nakłady inwestycyjne w USA



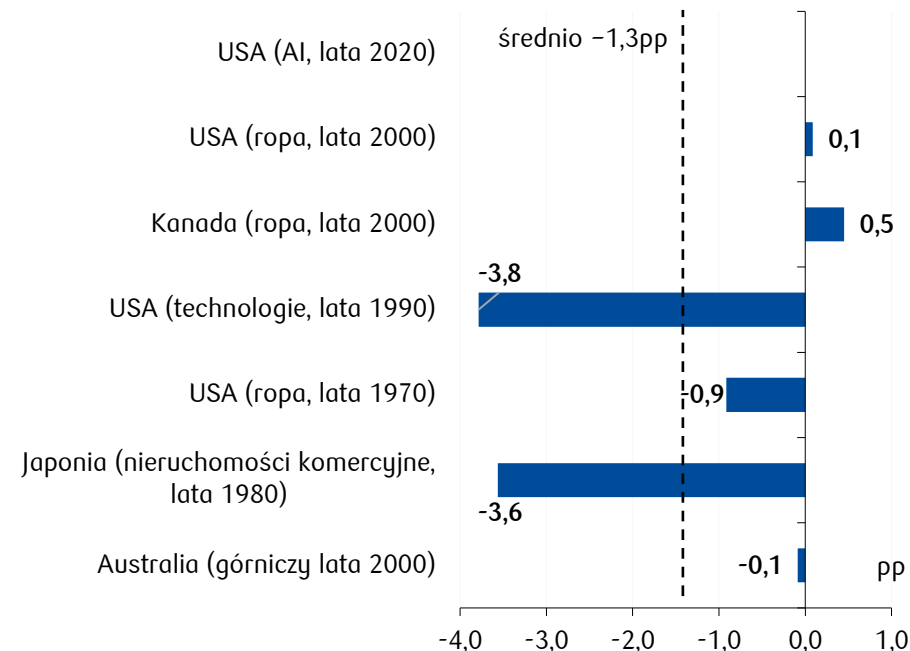
- **Inwestycje w AI wpływają na koniunkturę w USA, jednak wbrew pojawiającym się opiniom nie są jedynym źródłem wzrostu gospodarczego** w ostatnich kwartałach. O ile w 1q25 wydatki na sprzęt komputerowy i oprogramowanie podbiły dynamikę amerykańskiego PKB o 1,3pp, to w kolejnych kwartałach ich wkład był wyraźnie mniejszy niż innych komponentów.
- Dobrą ilustracją trwającego w USA boomu związanego z AI są miesięczne nakłady na centra danych, których wartość gwałtownie rośnie i jest już tylko nieznacznie niższa od nakładów na standardowe obiekty biurowe.

Boom inwestycyjny związany z AI w historycznej perspektywie

Zmiana nakładów w wybranych epizodach boomów inwestycyjnych



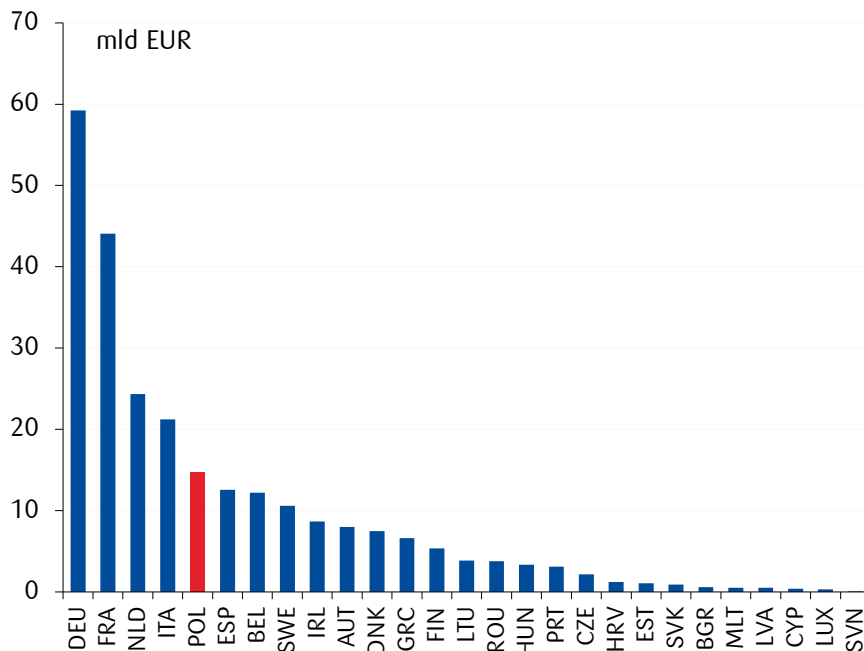
Wzrost PKB rok po zakończeniu boomu minus średni wzrost przed boomem



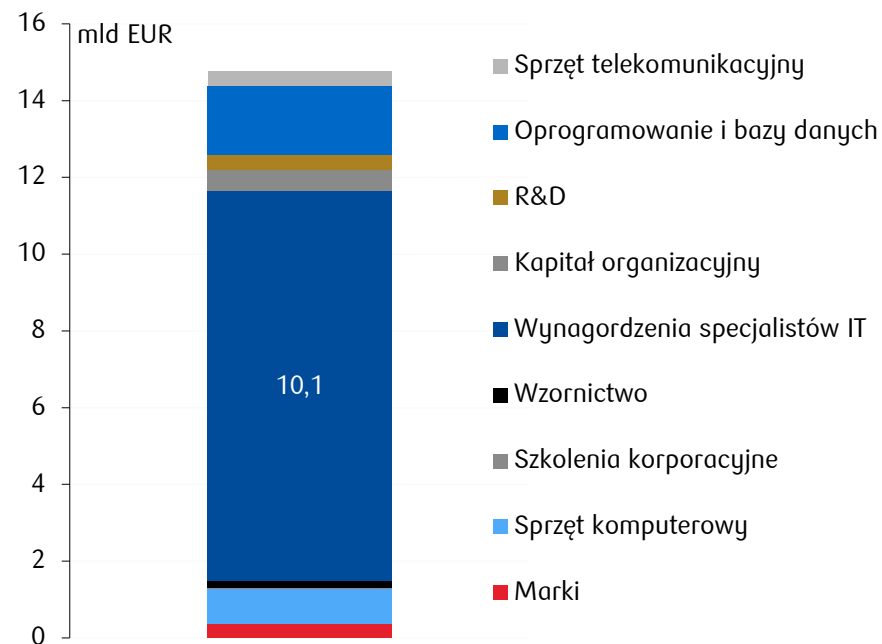
- Według [szacunków](#) BIS intensywność związanego z AI boomu inwestycyjnego w USA jest wyraźnie niższa niż w niektórych przeszłych epizodach wzmożonej aktywności inwestycyjnej. W szczególności boom technologiczny lat 1990 oraz nieruchomościowy w Japonii w latach 1980 cechowały się kilkukrotnie wyższą relacją nowych nakładów inwestycyjnych do PKB.
- Co istotne, BIS w swojej analizie uwzględnił jaskrawe przypadki nadmiernej aktywności inwestycyjnej, których zakończenie było nagłe (*boom and bust cycle*). Z analizy wynika, że gwałtowny koniec takiego boomu jest z reguły powiązany ze spowolnieniem PKB, jednak długookresowe skutki nie są jednoznacznie negatywne.

Inwestycje w rozwój AI w Polsce

Inwestycje w rozwój AI w państwach UE w 2023



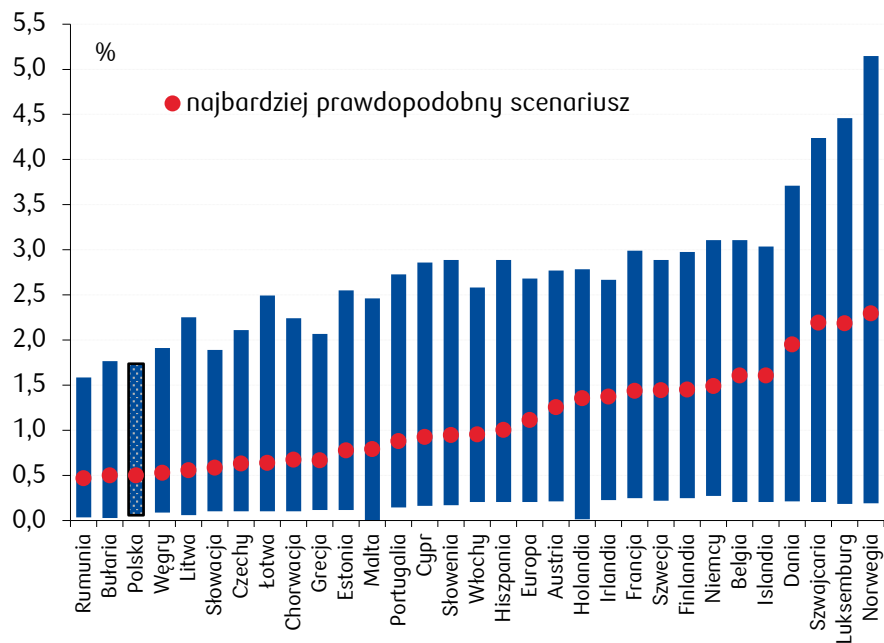
Struktura inwestycji w rozwój AI w Polsce



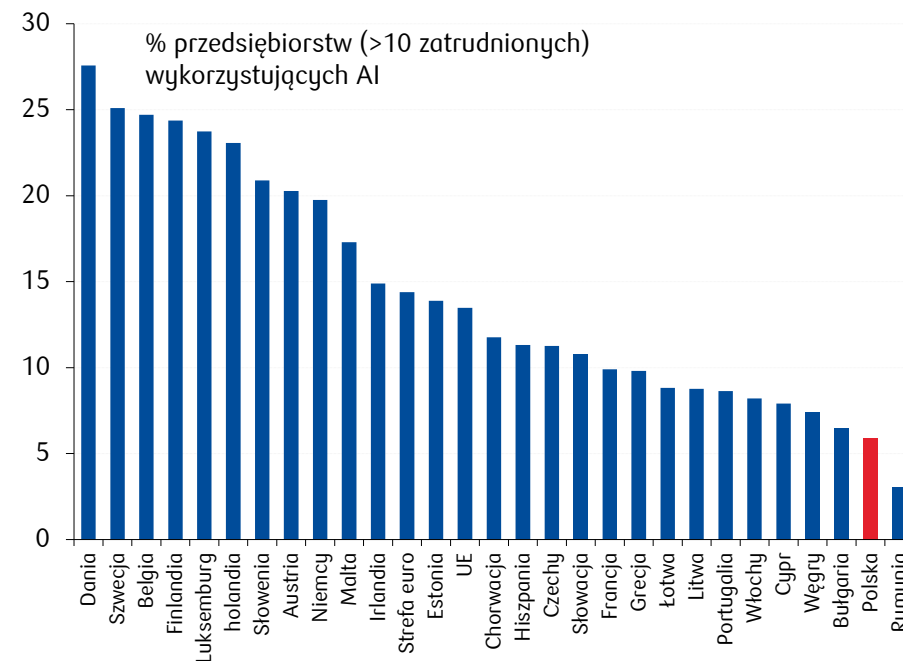
- Szacowane przez [OECD](#) inwestycje w rozwój AI w Polsce w 2023 wyniosły 14,8 mld EUR, co było piątą najwyższą wartością w UE. Wydatki w Niemczech i Francji zdecydowanie górują na innymi państwami UE, a w Holandii i we Włoszech były o kilkadziesiąt procent wyższe niż w Polsce.
- W Polsce ponad 10 mld EUR nakładów związanych z AI to szacowane wynagrodzenia specjalistów IT, pracujących nad tematami związanymi ze sztuczną inteligencją. Taka struktura wskazuje, że mogą oni pracować dla podmiotów zlokalizowanych w innych państwach.

Niski potencjał do wzrostu produktywności w Polsce dzięki AI

Szacunki wpływu AI na wydajność
w europejskich gospodarkach



Odsetek przedsiębiorstw wykorzystujących AI
w 2024



- Międzynarodowy Fundusz Walutowy [szacuje](#), że poprawa produktywności związana z zastosowaniem narzędzi AI w polskiej gospodarce będzie jedną z niższych w Europie. Łączny efekt w ciągu 5 lat, w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu, wyniesie ok 0,5%, podczas gdy nawet scenariusz najbardziej optymistyczny przyniesie poprawę wydajności o mniej niż 2%.
- Uzysk produktywności zależy od ekspozycji różnych sektorów i zawodów na AI, czyli od stopnia, w jakim sztuczna inteligencja może automatyzować lub wspierać wykonywane zadania, od bodźca firm do wdrażania AI, w szczególności potencjalnych oszczędności w kosztach pracy oraz od średnich wzrostów produktywności w różnych zawodach. Zasadniczo poprawa wydajności dzięki AI jest większa w państwach o wysokich kosztach pracy (większe zachęty do zastępowania pracy ludzi algorytmami) oraz z dużą rolą specjalistycznych usług, gdzie zysk z automatyzacji jest największy. Jest to jedna z przyczyn słabego wyniku Polski w tym zestawieniu.



Bank Polski

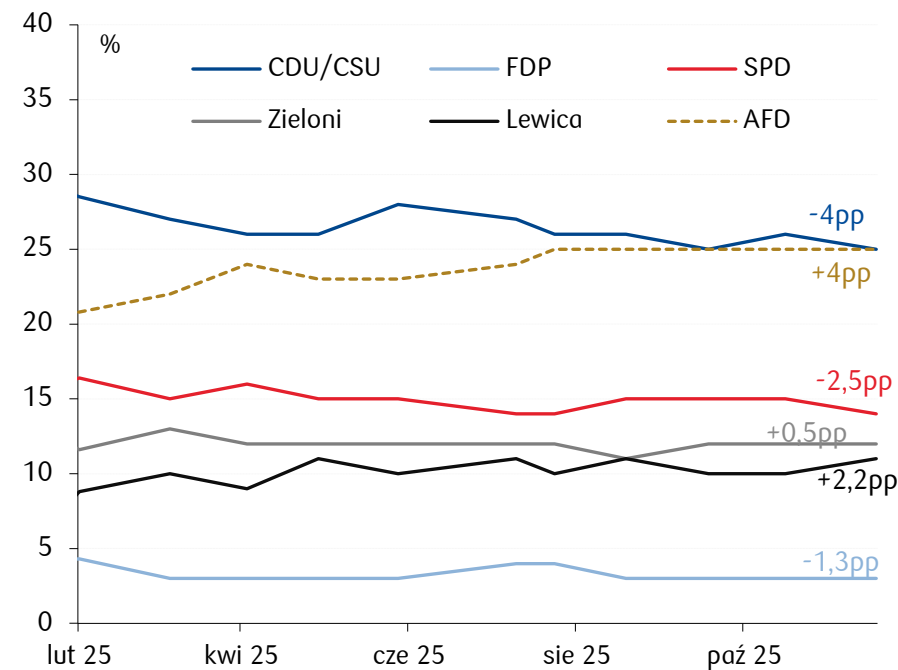
#4 (Geo)polityka może namieszać

Napięcia polityczne w Niemczech

Wybory lokalne w Niemczech w 2026

Gdzie	Kiedy	Kto teraz rządzi	Sondaże
Badenia-Wirtembergia	8 marca	Zieloni - CDU	CDU: ~30% AfD: ~20% Zieloni: ~19%
Nadrenia-Palatynat	22 marca	SPD-Zieloni-FDP	CDU: ~30% SPD: ~22% AfD: ~18%
Saksonia-Anhalt	6 września	CDU-SPD-FDP	AfD: ~40% CDU: ~25% Linke: ~12%
Berlin	20 września	CDU-SPD	CDU: ~22% Linke: ~18% AfD: ~16%
Meklemburgia-Pomorze Przednie	20 września	SPD-Linke	AfD: >30% SPD: ~20% CDU: ~15%

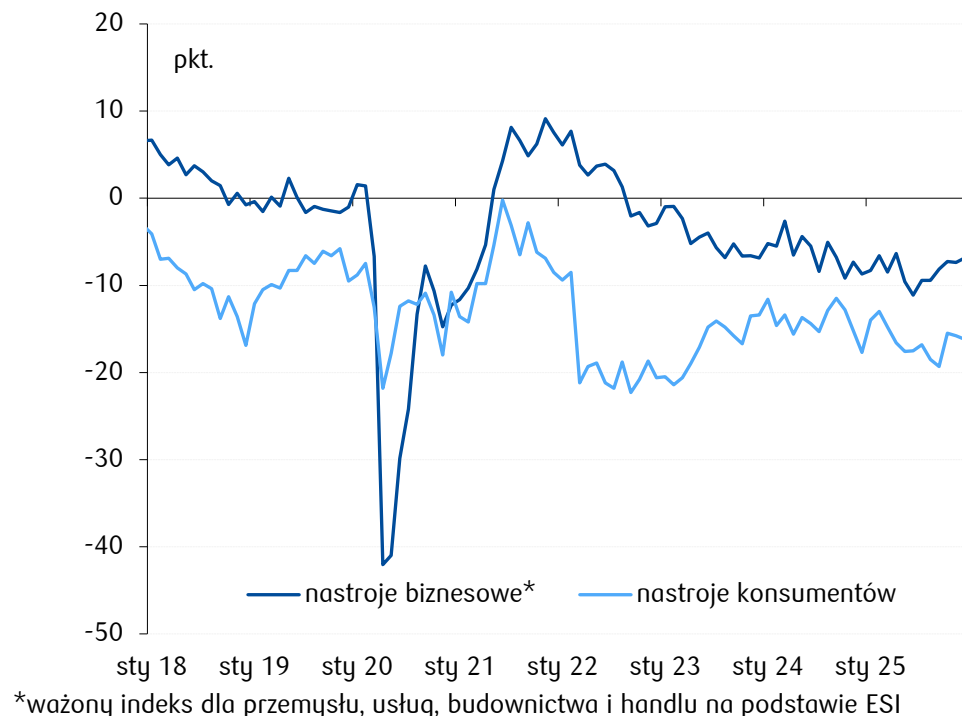
Poparcie dla głównych partii politycznych na tle wyniku wyborczego z lutego 2025



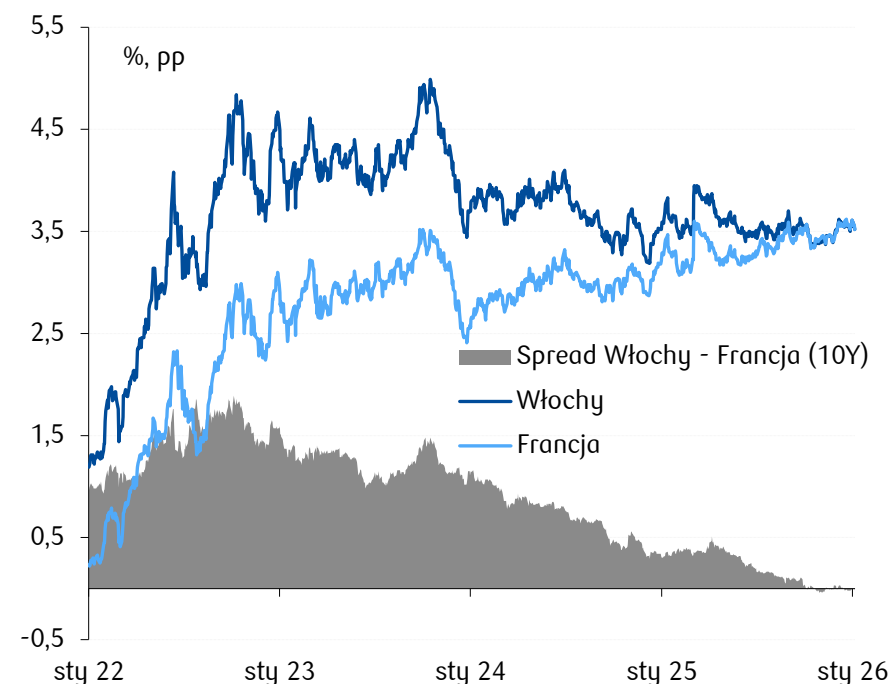
- Wybory federalne w Niemczech przewidziane są dopiero na marzec 2029, ale w 2026 w 5 landach odbędą się wybory lokalne, będące testem poparcia dla rządzącej koalicji. Przynajmniej w dwóch test ten może przynieść bolesne dla rządzących wyniki – sondaże wskazują na duże prawdopodobieństwo tego, że w dwóch wschodnich landach, Saksonii-Anhalt i Meklemburgii-Pomorzu Przednim, zwycięzcą wyborów okaże się AfD, a skala wygranej może ugotować drogę skrajnej prawicy do samodzielnych rządów. W pozostałych landach AfD jest daleka od zwycięstwa, ale poparcie dla niej sukcesywnie rośnie.
- Walka o „własnych” wyborców może zwiększyć tarcia w koalicji utrudniając realizację ambitnych planów fiskalnych, które stanowią fundament założeń odnośnie do poprawy koniunktury w Niemczech w 2026 i 2027.

Francja to nowe Włochy?

Indeksy koniunktury



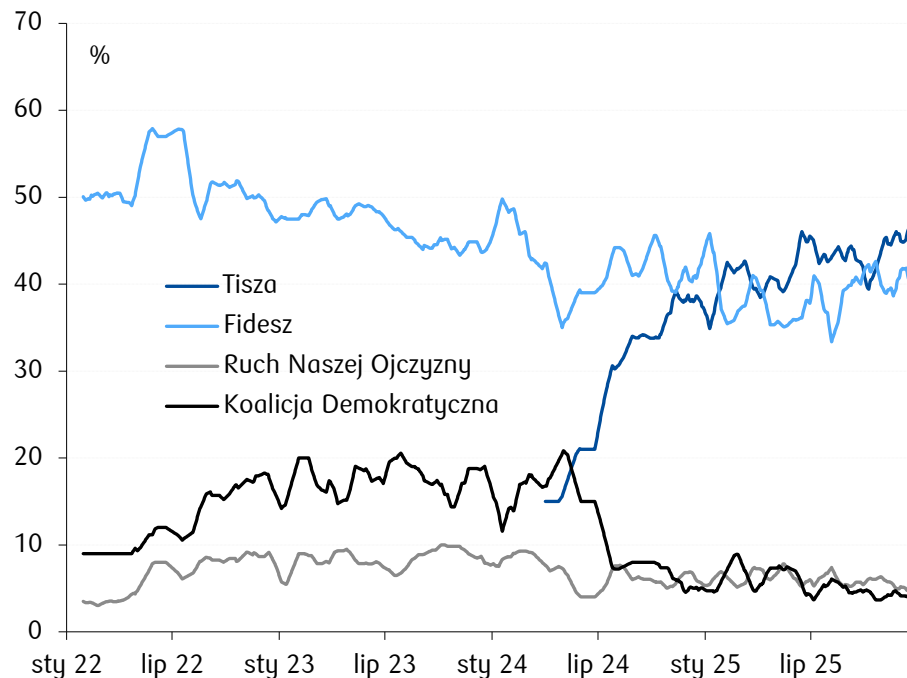
Rentowność 10-letnich obligacji Francji i Włoch



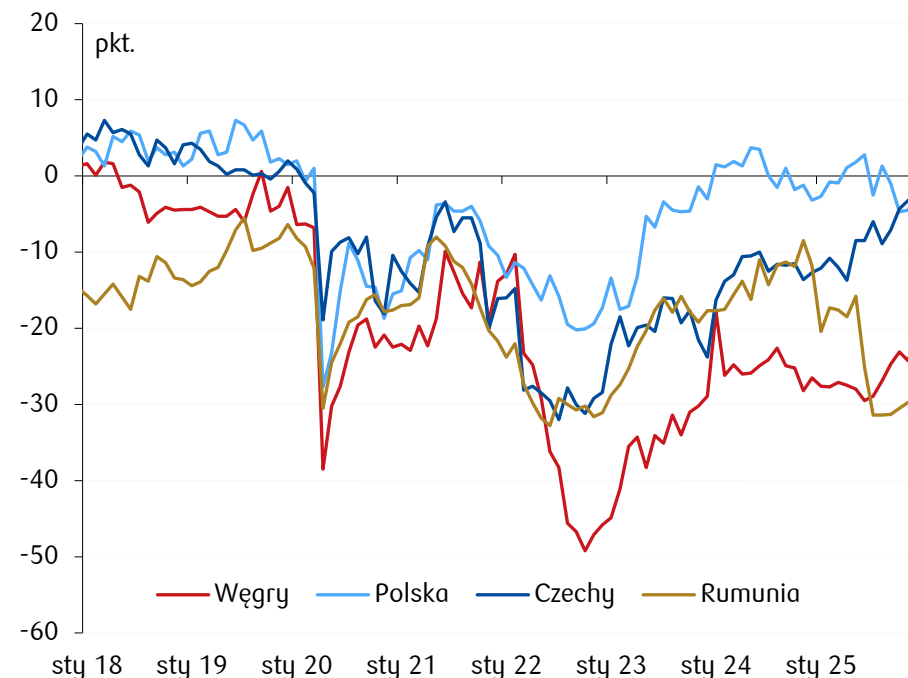
- **Od stycznia 2024 Francja miała 5 premierów.** W rozdrobnionym parlamencie coraz trudniej jest budować większościową koalicję, a poparcie dla Zjednoczenia Narodowego sukcesywnie rośnie.
- **Francja weszła w 2026 bez uchwalonego budżetu, wokół którego wciąż trwa parlamentarna batalia.** Jej skutki to m.in. opóźnienie reformy emerytalnej, brak redukcji głębokiego (ponad 5% PKB) deficytu, czy brak możliwości zwiększenia wydatków na obronność. Uchwalenie budżetu do końca stycznia (jak zadeklarował premier) będzie swoistym cudem politycznym. Jeśli ten cud się nie wydarzy, prezydent E. Macron stanie przed wyborem pomiędzy próbą zbudowania kolejnego rządu w oparciu o obecny Parlament (co nie daje dużych szans powodzenia), ogłoszeniem przedterminowych wyborów Parlamentarnych lub... podania się do dymisji, na co najbardziej liczy Zjednoczenie Narodowe.

Węgry – czy da się pokonać Orbana?

Sondaże poparcia dla partii politycznych



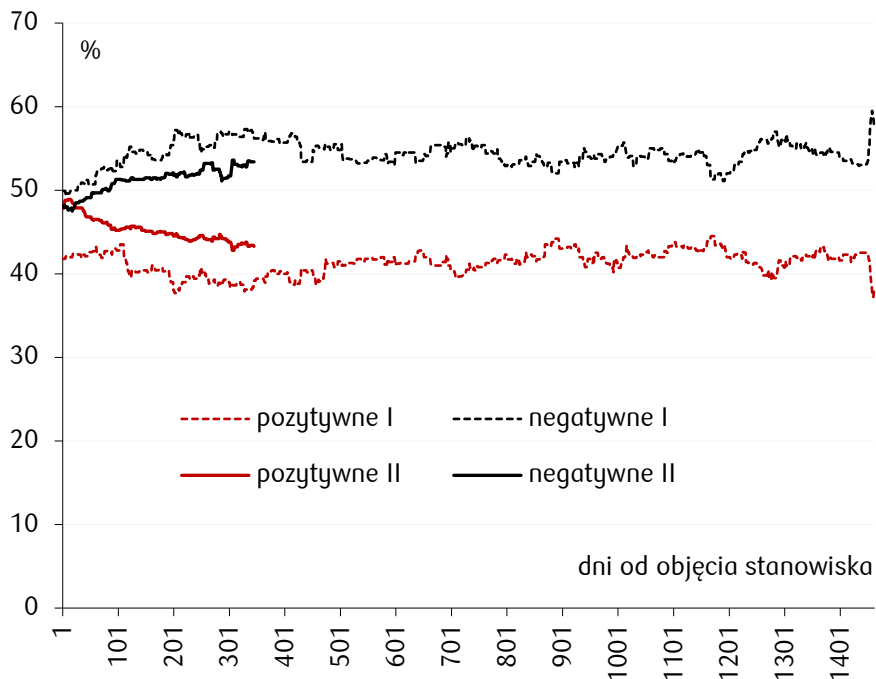
Nastroje konsumentów



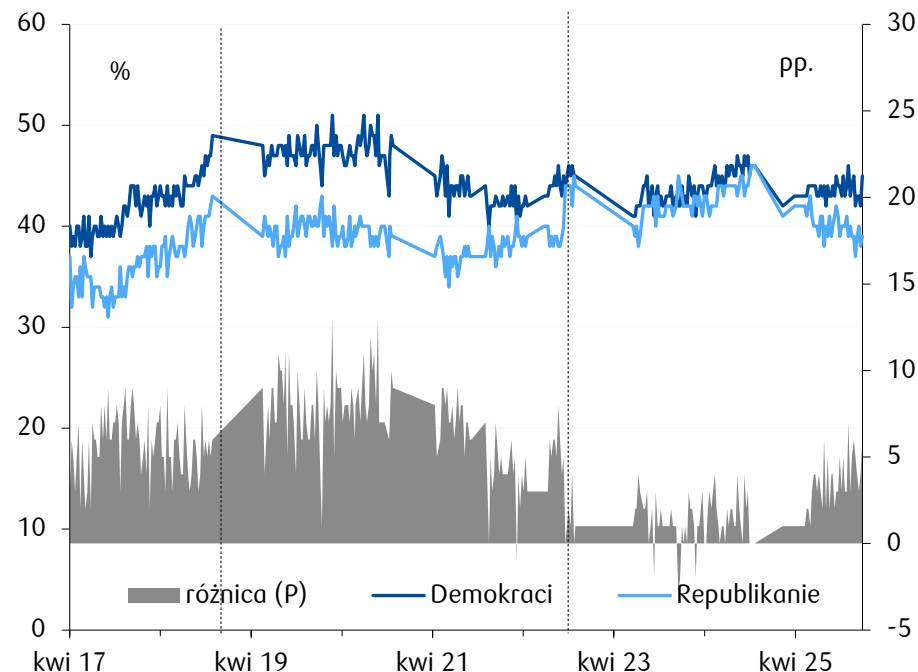
- 12 kwietnia na Węgrzech odbędą się wybory parlamentarne. Pierwszy raz od 2010 może w nich nie zwyciężyć prowadzona przez V.Orbana partia Fidesz.
- 15-letnią dominację V.Orbana ma szansę zakończyć jego dawny współpracownik – P.Magyar, który w 2024, na bazie protestów po wybuchu afery korupcyjnej, założył partię TISZA. W swoim programie TISZA zapowiada walkę z korupcją, współpracę z Europą (choć nie jest tak pro-europejska jak tradycyjna opozycja) i określa się jako partia centrowa. TISZA zyskuje poparcie nie tylko wśród zwolenników tradycyjnych partii opozycyjnych, ale odbiera także głosy Fideszowi.
- Mimo przewagi w sondażach zwycięstwo P.Magyara nie jest jednak przesądzone - utrudnią je dokonane przez Fidesz zmiany w ordynacji, czy też kontrola rządzącej partii nad mediami.

Wybory połówkowe wzmocnią czy osłabią D.Trumpa?

Oceny D.Trumpa wg sondaży w I i II kadencji



Poparcie dla Demokratów i Republikanów



- **Wybory połówkowe odbędą się 3 listopada. Wybrana w nich zostanie nowa Izba Reprezentantów, 1/3 senatorów oraz wielu gubernatorów.** Obecnie w obydwu izbach Republikanie dysponują niewielką większością (w izbie reprezentantów 218:213, w senacie 53:45 przy 2 senatorach niezależnych). Wyniki wyborów albo wzmocnią samodzielne rządy D.Trumpa, albo wymuszą na nim kohabitację, wprowadzając efektywną kontrolę Kongresu nad działaniami administracji.
- **Sondaże wskazują na przewagę Demokratów, nieco większą niż w analogicznym momencie kampanii przed wyborami w 2022 (midterm) i 2024.** Z drugiej strony, chociaż w ocenach D.Trumpa przeważają te negatywne, to bilans ocen Prezydenta jest korzystniejszy niż był na analogicznym etapie I kadencji (wtedy w wyborach połówkowych Demokraci przejęli Izbę Reprezentantów, ale nie zdobyli większości w Senacie).
- **Według sondaży kluczowe dla wyborców kwestie, którymi powinien się zająć nowy Kongres to koszty życia** (utrzymania mieszkania, opieki zdrowotnej, żywności) a działania D.Trumpa (Republikanów) w tym zakresie nie są oceniane pozytywnie.

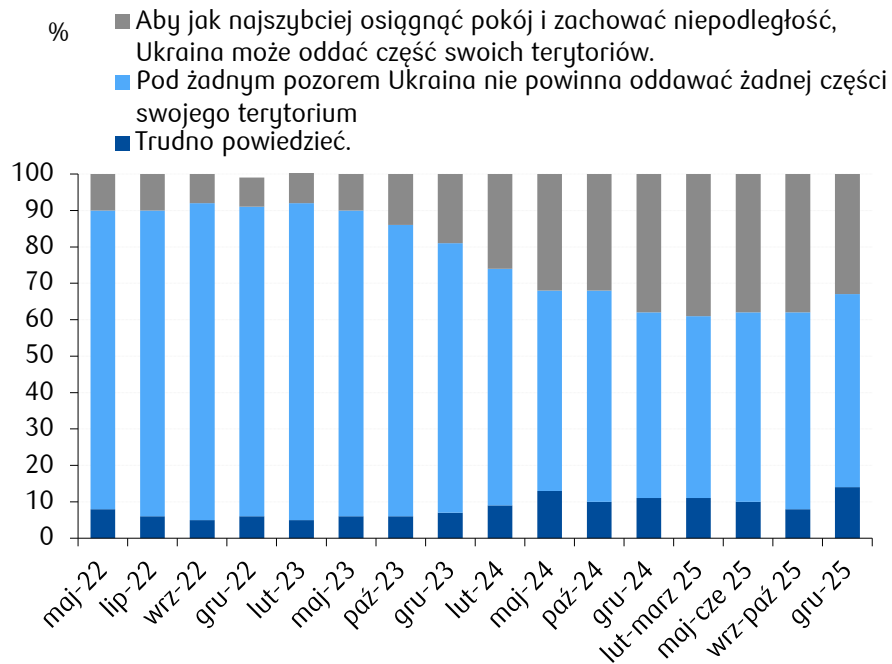


Bank Polski

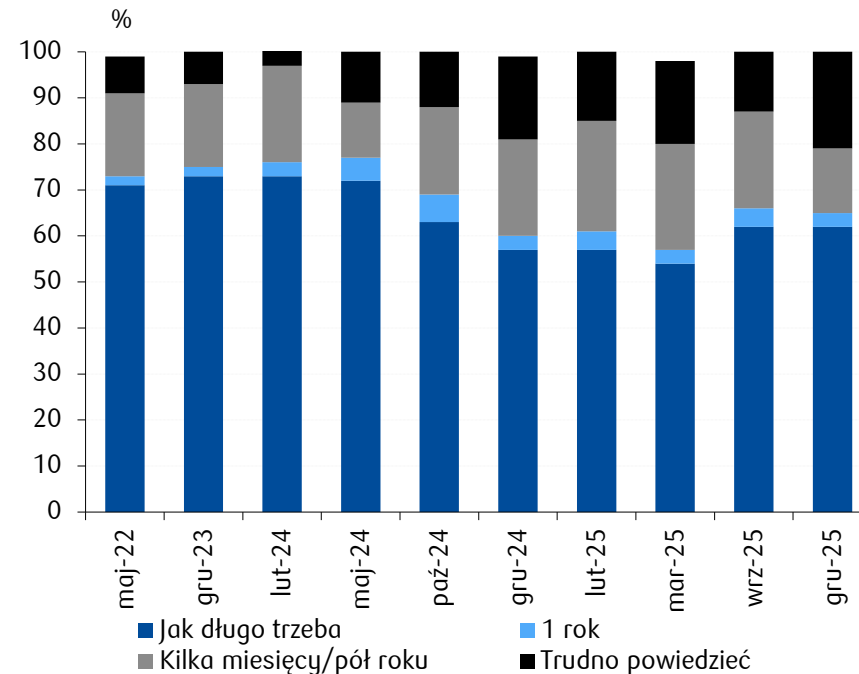
#5 Perspektywy zawieszenia broni w Ukrainie – konsekwencje dla Polski

Ukraińcy nie są skłonni do twardych kompromisów w sprawie zakończenia wojny

Odsetek odpowiedzi zgadzających się z jednym z poniższych stwierdzeń dot. osiągnięcia pokoju z Rosją



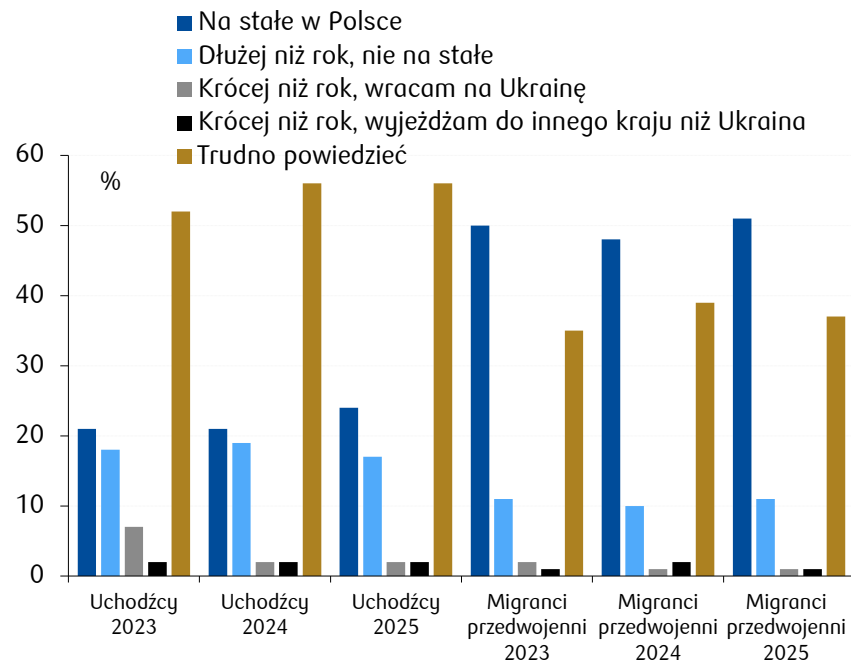
Odpowiedzi na pytanie „Jak długo jesteś w stanie znosić jeszcze wojnę?”



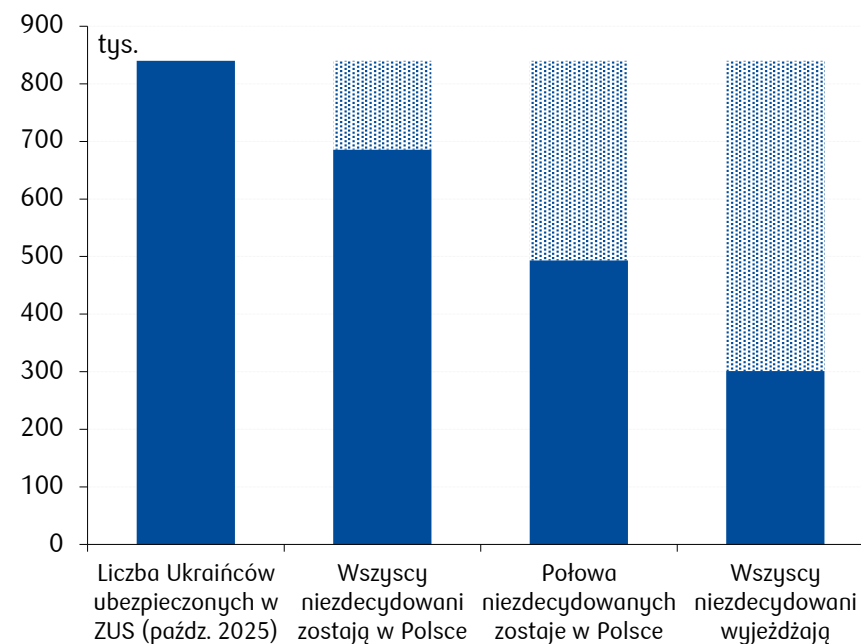
- Według badania Kyiv International Institute of Sociology przeprowadzonego w listopadzie i grudniu 2025 **blisko 30% Ukraińców mieszkających w Ukrainie spodziewa się zakończenia wojny nie wcześniej niż w 2027**. Tylko 10% spodziewa się zakończenia wojny na początku 2026, a 16% w 1h26.
- **Skłonność Ukraińców do terytorialnych ustępstw na rzecz osiągnięcia pokoju nieznacznie się osłabiła** (taki wariant zadeklarowało 33% respondentów). Blisko 69% respondentów (z tego większość niechętnie) byłaby w stanie zaakceptować plan pokojowy opracowany przez Ukrainę i UE. Jednocześnie aż 62% badanych oceniło, że jest w stanie znosić wojnę tak długo jak będzie trzeba.

Pokój w Ukrainie to wyzwanie dla polskiego rynku pracy...

Planowany dalszy pobyt Ukraińców w Polsce
(według ankiety NBP)



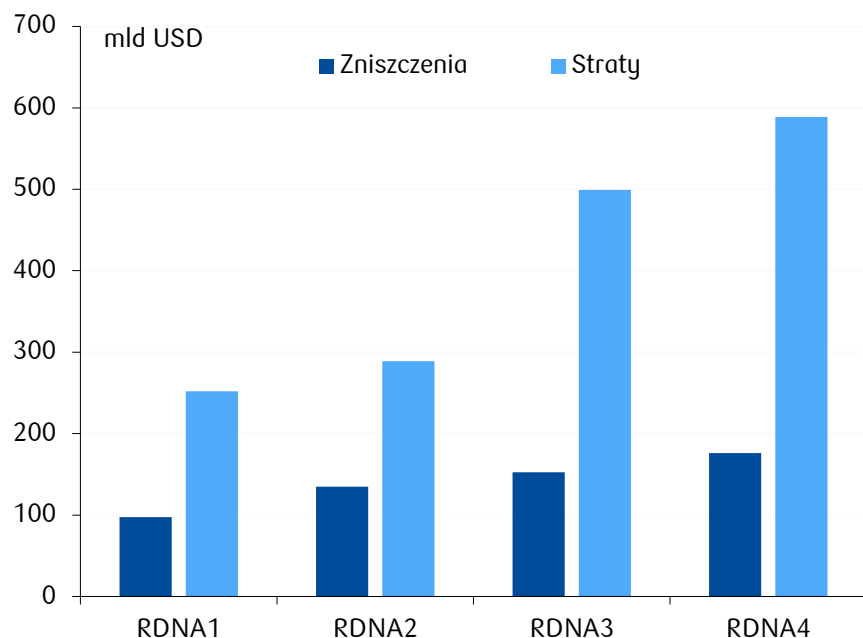
Szacunkowy odpływ pracowników z Ukrainy
w przypadku zawarcia pokoju



- Skala potencjalnego odpływu pracowników migracyjnych w przypadku pokoju w Ukrainie jest trudna do oszacowania chociażby ze względu na rozbieżne szacunki dotyczące liczby pracujących w Polsce Ukraińców. Według danych ZUS, na koniec października 2025 było to trochę ponad 850 tys. zatrudnionych.
- Według badań ankietowych NBP, wśród migrantów przedwojennych blisko połowa migracji ma charakter osiedleńczy. Wśród wszystkich migrantów (wliczając uchodźców) relatywnie wysoki odsetek badanych (średnio 45%) nie jest w stanie określić swoich dalszych planów dotyczących pobytu w Polsce. W tych warunkach, bazując na danych ZUS i przyjmując różne założenia odnośnie niezdecydowanych respondentów, szacujemy, że potencjalny odpływ pracowników z Ukrainy mieści się w przedziale 154-540 tys., lecz jest obciążony dużą niepewnością, w szczególności co do jego rozłożenia w czasie.

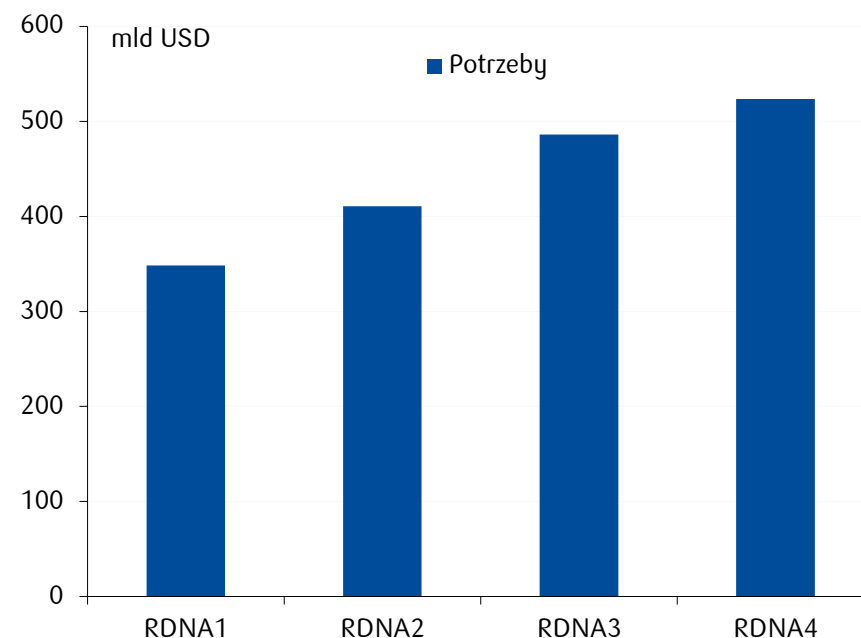
... ale też szansa dla Polski jako gospodarki uczestniczącej w odbudowie Ukrainy

Szacunki Banku Światowego dot. skali zniszczeń i strat w Ukrainie



*RDNA = Rapid Damage and Needs Assessment, RDNA1 (lut-czer 2022), RDNA2 (lut 2022-lut 2023), RDNA3 (lut 2022-gru 2023), RDNA4 (lut 2022-gru 2023)

Szacunki Banku Światowego dot. potrzeb w ramach odbudowy Ukrainy

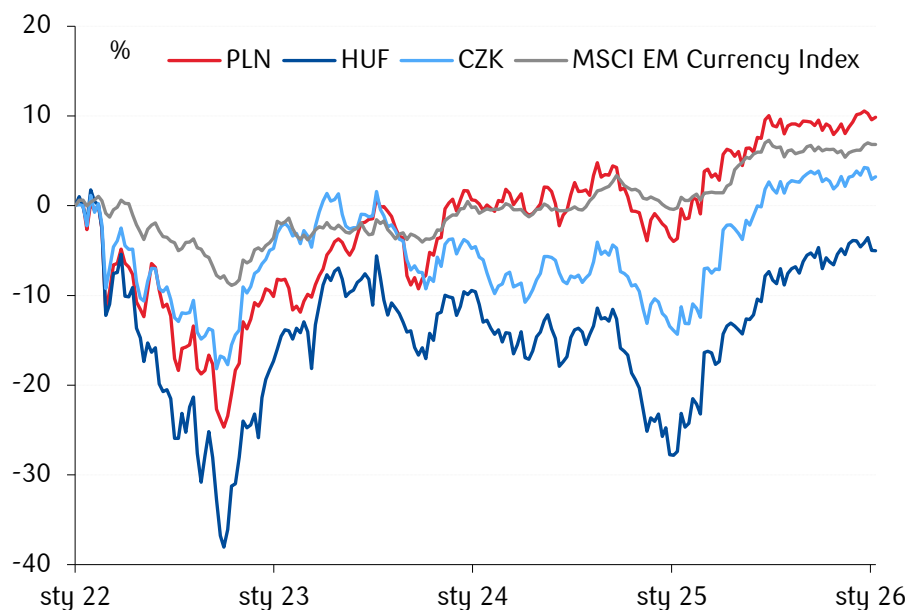


- Według szacunków Banku Światowego, rządu ukraińskiego, Komisji Europejskiej i ONZ całkowity koszt odbudowy Ukrainy (stan na koniec 2024) miałby wynieść 524 mld USD na przestrzeni kolejnej dekady, co stanowi blisko 3-krotność rocznego PKB Ukrainy.
- Podobnie jak w przypadku bieżącego wsparcia militarnego, Polska będzie najpewniej stanowić istotny hub logistyczny, a ze względu na bezpośrednie sąsiedztwo na projekcie odbudowy skorzystać mogą w szczególności polskie budownictwo, przemysł, transport i magazynowanie, a także specjalistyczne usługi, w tym IT.

Zakończenie wojny w Ukrainie impulsem do umocnienia złotego

Procentowa zmiana kursów walut vs USD od
wybuchu wojny w Ukrainie

Analiza SWOT



S (Strengths) – wspiera PLN	W (Weaknesses) – osłabia PLN
· Spadek premii za ryzyko geopolityczne regionu CEE	· Ryzyko szybszych obniżek stóp NBP (spadek presji inflacyjnej / cen energii)
· Napływ kapitału portfelowego	· Odpływ pracowników - potencjalny spadek dynamiki PKB
· Wzrost eksportu towarów i usług do Ukrainy	
O (Opportunities) – szanse dla PLN	T (Threats) – zagrożenia dla PLN
· Kontrakty odbudowy: budownictwo, infrastruktura, usługi	· Kruchy rozejm / złamanie porozumień (powrót premii za ryzyko)
· Polska jako hub logistyczno-serwisowy dla Ukrainy	· Polska pomijana przy kontraktach odbudowy (spadek atrakcyjności inwestycyjnej)
· Poprawa bilansu przepływów (eksport usług + inwestycje w region)	· Ryzyka kredytowe/polityczne projektów odbudowy (opóźnienia, niewypłacalności)

- **W scenariuszu zakończenia wojny w Ukrainie w 2026 prognozujemy spadek kursów EURPLN i USDPLN o ok. 1-2% w krótkim terminie (1-4 tygodnie).**
- Bezpośrednim impulsem do umocnienia złotego będzie spadek geopolitycznej premii za ryzyko dla regionu Europy Środkowo-Wschodniej, co przełoży się na napływ zagranicznego kapitału portfelowego na polski rynek kapitałowy (zarówno akcji jak i obligacji) oraz na spadek kosztów zabezpieczania pozycji terminowych nominowanych w PLN. Czynniki ten – według naszej oceny – został już jednak częściowo zdyskontowany w 2025, w wyniku zainicjowanego przez D. Trumpa procesu negocjacyjnego. Skalę aprecjacji PLN może ograniczać wzrost oczekiwań rynkowych na głębsze obniżki stóp NBP, wynikający ze spadku oczekiwań inflacyjnych pod wpływem niższych prognoz globalnych cen surowców energetycznych.
- **W dłuższym terminie wpływ ekonomicznych skutków zakończenia wojny na siłę PLN będzie bardziej zbilansowany**, gdyż jego oddziaływanie na dynamikę wzrostu PKB w Polsce zależeć będzie m.in. od skali udziału polskich firm w odbudowie Ukrainy, jak również od skali odpływu obywateli Ukrainy z polskiego rynku pracy.

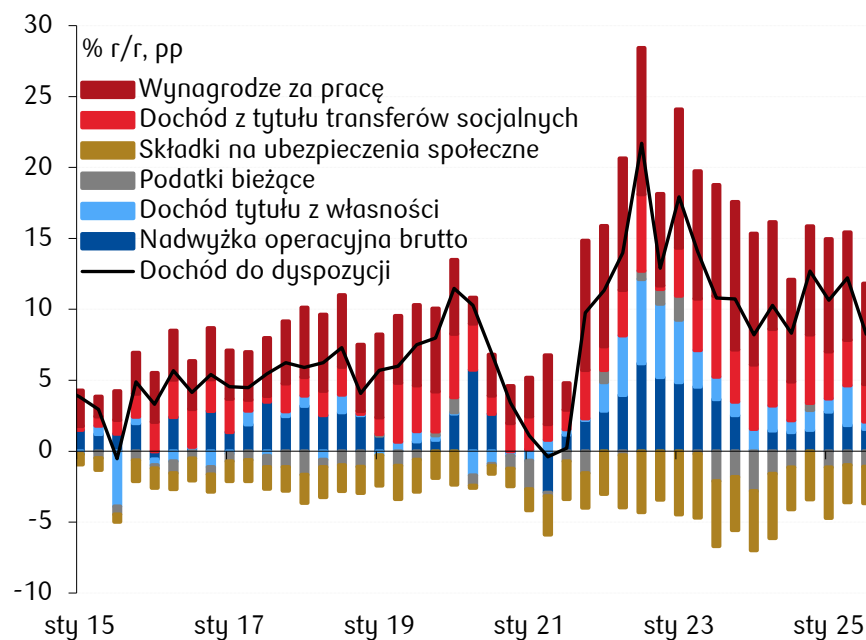


Bank Polski

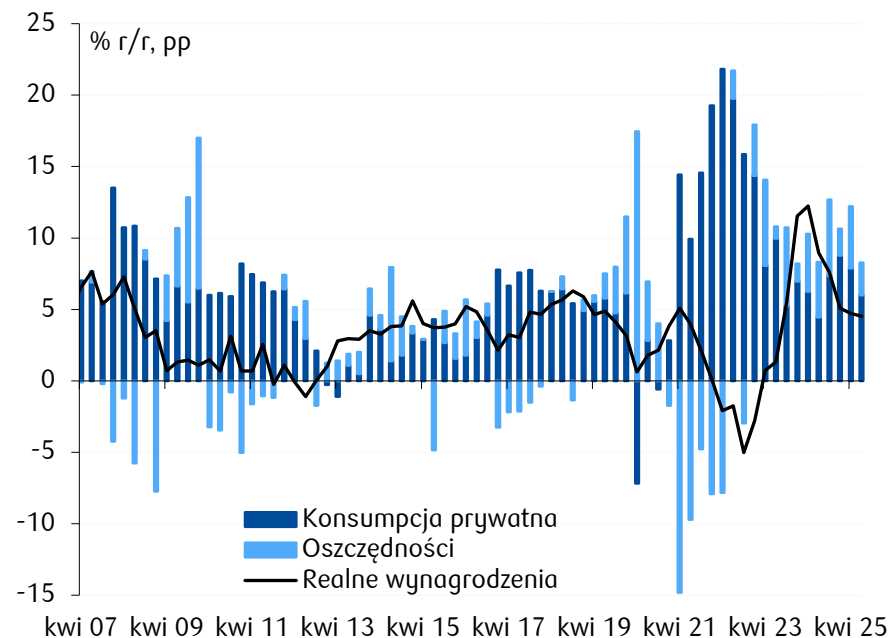
#6 (nie)Oszczędna polska gospodarka

Budżet gospodarstw domowych jest coraz bardziej zdywersyfikowany

Dekompozycja dochodów gospodarstw domowych



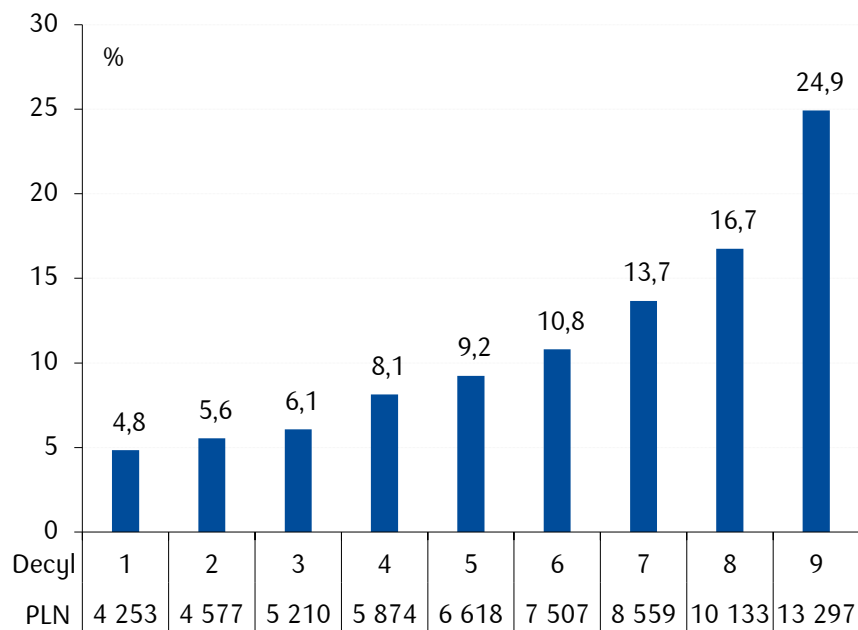
Wykorzystanie dochodów



- Skutkiem ostatnich kryzysów – pandemii oraz kryzysu energetycznego – było wyraźne pogorszenie sytuacji finansowej gospodarstw domowych (GD), przejawiające się w obniżeniu dynamiki ich dochodów realnych. W kolejnej fazie, silny wzrost inflacji doprowadził do istotnego przyspieszenia nominalnego wzrostu wynagrodzeń, które stały się kluczowym czynnikiem odbudowy budżetów GD, po spadku inflacji – także w ujęciu realnym. Dodatkowym wsparciem dla sytuacji dochodowej GD była reforma podatkowa w ramach Polskiego Ładu. Z drugiej strony GD płaciły więcej składek na ubezpieczenie społeczne.
- Kluczowym czynnikiem umożliwiającym GD przetrwanie okresu kryzysów były wcześniej zgromadzone oszczędności. Początkowo, w obliczu negatywnych szoków, gospodarstwa domowe korzystały z tych oszczędności, aby utrzymać względnie stabilny poziom konsumpcji. Gdy jednak realne wynagrodzenia zaczęły rosnąć, pojawiła się przestrzeń do ponownego gromadzenia oszczędności, co pozwala na bardziej zrównoważone zarządzanie budżetem domowym w dłuższej perspektywie. W rozdziale tym o oszczędnościach głównie piszemy w rozumieniu rachunków narodowych.

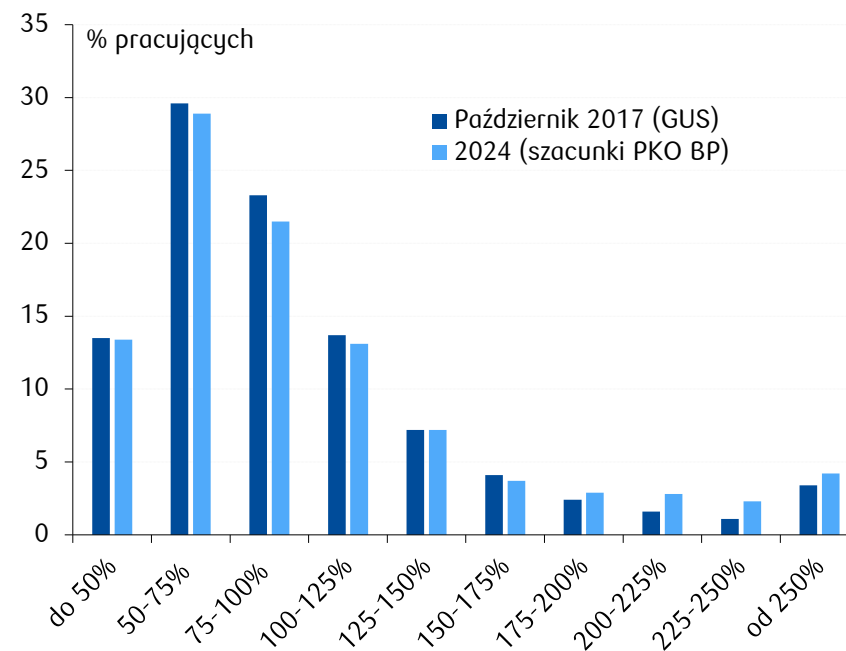
Bogate społeczeństwo = oszczędne społeczeństwo

Generowanie oszczędności w 2024 według decyli przeciętnego wynagrodzenia*



*Przeciętne wynagrodzenie wg decyli na podstawie danych GUS

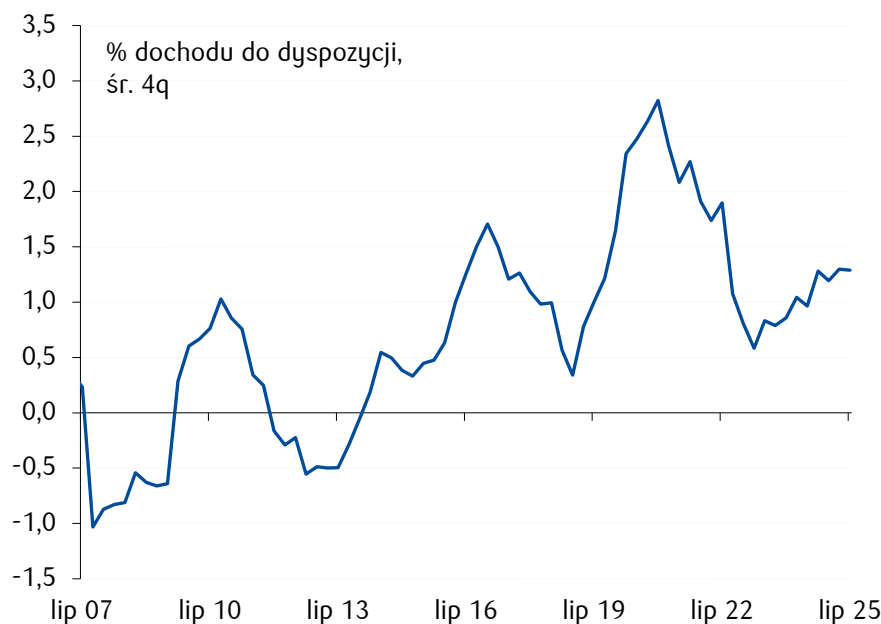
Zmiana rozkładu wynagrodzeń w relacji do przeciętnego wynagrodzenia



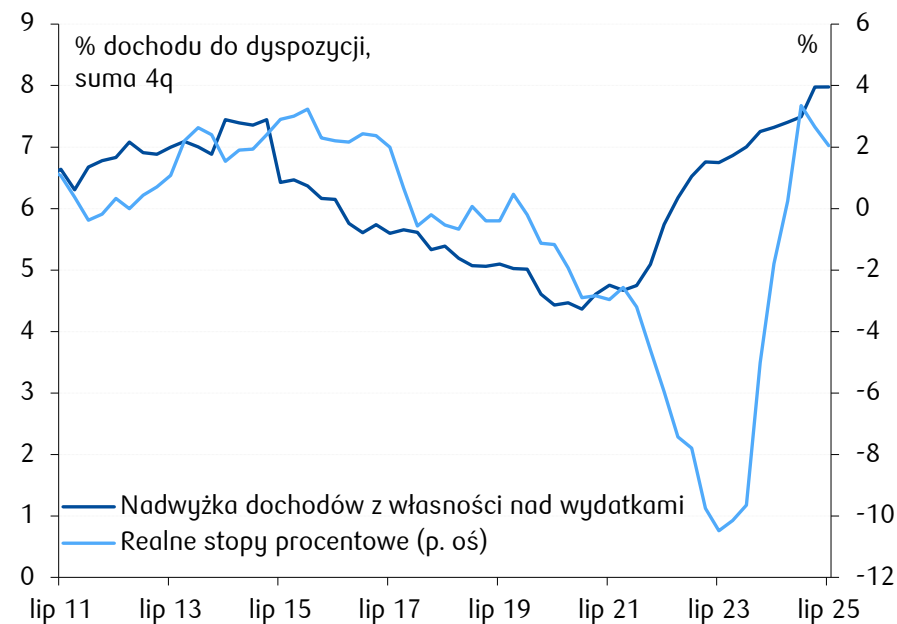
- Stopa oszczędności GD znajduje się w długookresowym trendzie wzrostowym, co jest ściśle powiązane z poprawiającymi się realnymi dochodami tych gospodarstw.
- Nasze szacunki wskazują, że oszczędności wciąż są generowane przede wszystkim przez osoby o najwyższych dochodach. **W 2024 osoby zarabiające powyżej ok. 8,5 tys. PLN brutto miesięcznie odpowiadały za tworzenie około 60% oszczędności, mimo że stanowiły one jedynie około 23% ogółu pracujących.**
- **Rozkład wynagrodzeń w gospodarce od lat charakteryzuje się silną prawoskośnością** - większość pracujących zarabia poniżej średniej, podczas gdy rozkład powyżej średniej jest wyraźnie wydłużony. **Nasze analizy sugerują, że nie tylko rośnie średnie wynagrodzenie, ale również zmienia się struktura rozkładu dochodów - coraz więcej osób zarabia powyżej średniej.** To oznacza, że rośnie liczba gospodarstw domowych posiadających finansową przestrzeń do generowania oszczędności.

Nowe źródła dochodów gospodarstw domowych

Bilans systemu świadczeń społecznych



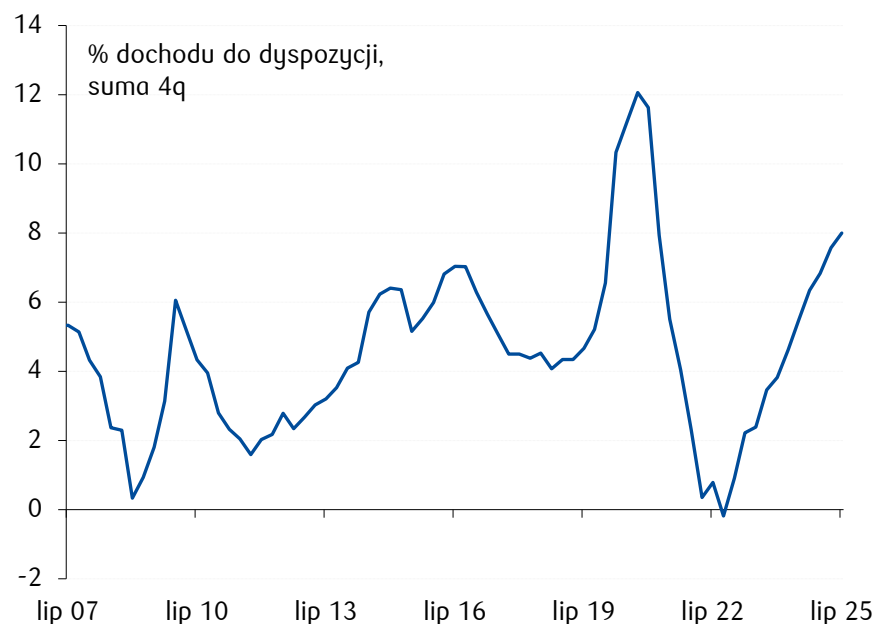
Dochody z własności gospodarstw domowych



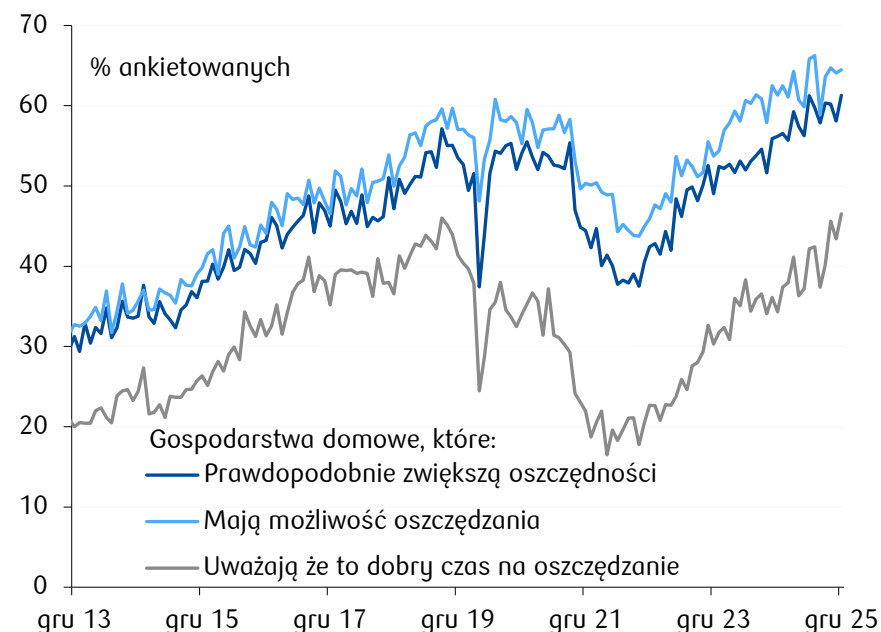
- Jednym z istotnych „nowych” źródeł dochodów GD stał się sektor publiczny, który, szczególnie od czasu wprowadzenia programu 500+, wykazuje rosnący trend nadwyżki środków przekazywanych do GD w formie świadczeń społecznych względem wpłat GD do sektora rządowego w postaci składek na te świadczenia. Tendencja ta, choć korzystna dla GD, wydaje się być kontrowersyjna w obliczu wyzwań związanych z pogarszającą się sytuacją finansową sektora finansów publicznych (GG). W konsekwencji, utrzymanie takiej nadwyżki w dłuższej perspektywie wydaje się mało prawdopodobne.
- Wzrost realnych stóp procentowych, choć może ograniczać bieżącą konsumpcję, jednocześnie zachęca GD do lokowania środków w instrumenty finansowe, takie jak lokaty czy papiery wartościowe. Ten trend, w połączeniu z niskim poziomem kredytowania gospodarki, prowadzi do powstawania nadwyżki GD z tytułu własności. Oznacza to, że GD zarabiają więcej na odsetkach od oszczędności niż płacą odsetek od zaciągniętych kredytów. W ostatnich latach ta różnica uległa dalszemu pogłębieniu, co stanowi dodatkowy czynnik wspierający budżety gospodarstw domowych.

Stopa oszczędności na historycznych maksimach

Stopa oszczędności



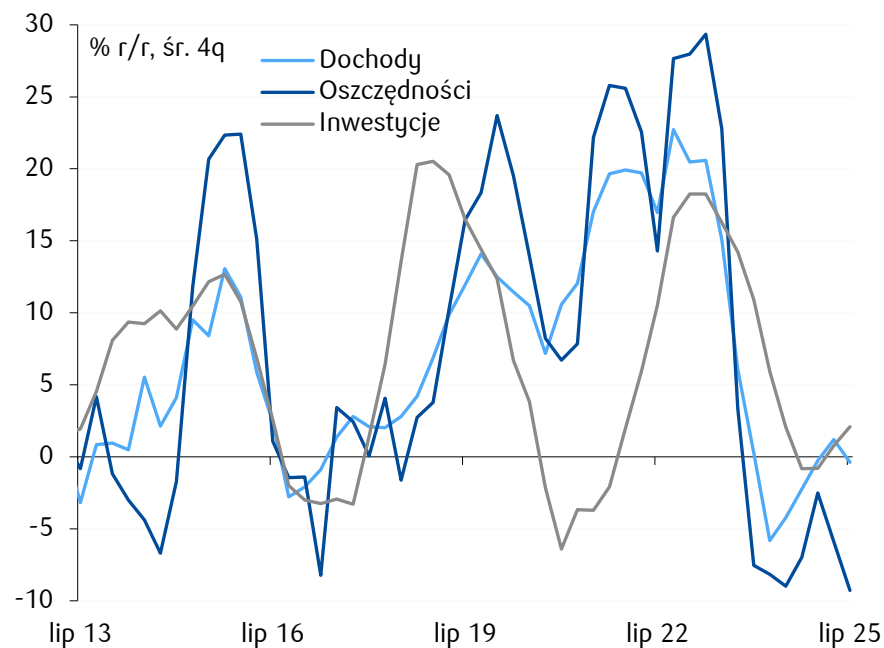
Sklonność gospodarstw domowych do generowania oszczędności



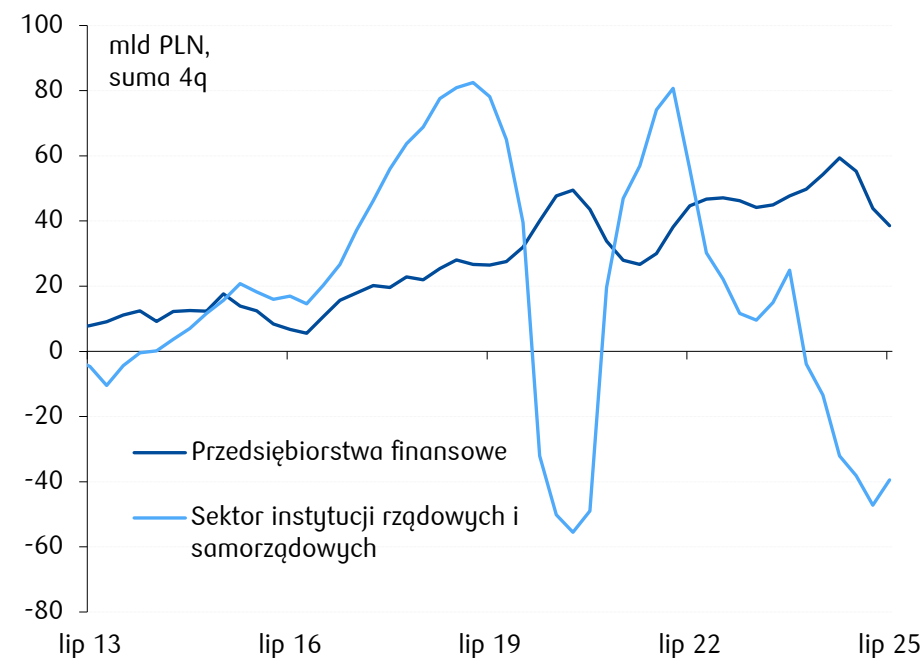
- W ostatnich trzech latach realny wzrost wynagrodzeń, w połączeniu z dodatkowymi świadczeniami społecznymi oraz dochodami z odsetek, przyczynił się do powstania nadwyżki dochodów GD nad ich konsumpcją. **Ta nadwyżka umożliwiła akumulację oszczędności, co zaowocowało wzrostem stopy oszczędności GD do najwyższego poziomu ostatnich dwóch dekad, z wyjątkiem krótkotrwałego wahnięcia podczas pandemii.**
- Dane ankietowe potwierdzają, że rekordowo wysoki odsetek gospodarstw domowych deklaruje posiadanie przestrzeni do budowania oszczędności oraz pozytywnie ocenia obecne warunki do oszczędzania.
- Oczekujemy, że w najbliższym czasie poziom stopy oszczędności GD utrzyma się powyżej historycznej średniej, a może nawet blisko dotychczasowego maksimum, co będzie sprzyjać poprawie ogólnej stopy oszczędności w gospodarce. Wysoki poziom oszczędności będzie stanowił bufor bezpieczeństwa dla gospodarstw domowych w przypadku wystąpienia przyszłych kryzysów, chociaż krótkoterminowo ogranicza on przestrzeń do wzrostu konsumpcji.

Inni nie mają przestrzeni do oszczędzania

Sektor przedsiębiorstw niefinansowych



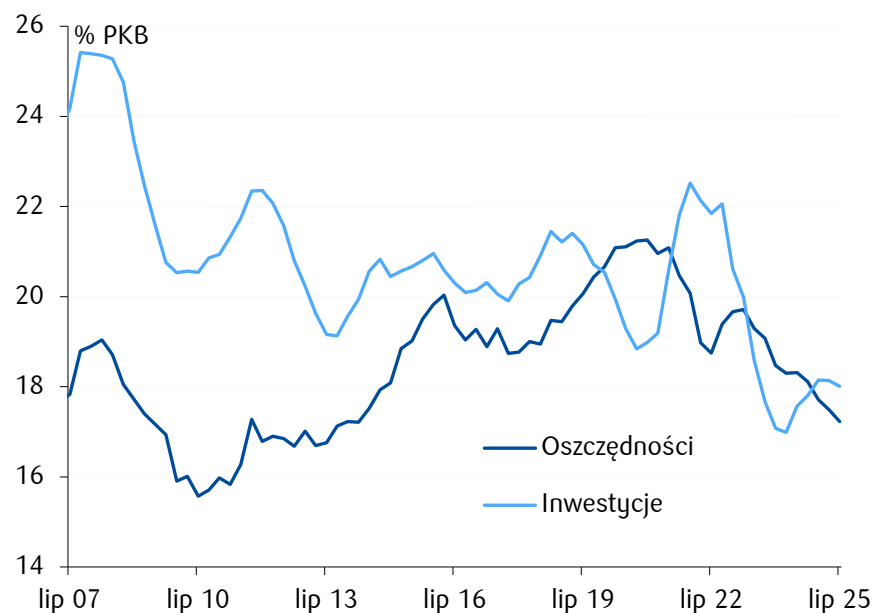
Oszczędności pozostałych sektorów (w rozumieniu rachunków narodowych)



- Analizując sytuację całej gospodarki, należy zauważyć, że nie wszystkie podmioty generowały oszczędności w takim samym stopniu jak GD. **Największy udział w oszczędnościach mają przedsiębiorstwa niefinansowe. O ile ich oszczędności istotnie wzrosły w okresie pandemii (tarcze finansowe), to ostatnich dwóch lat firmy nie mogą zaliczyć do udanych.** Ostatnie kryzysy przełożyły się na pogorszenie nominalnych dochodów przedsiębiorstw, co z kolei oznaczało zmniejszenie ich zdolności do tworzenia oszczędności i dalszego inwestowania.
- Pozostałe sektory gospodarki również borykały się z trudnościami w zakresie generowania inwestycji. **Ekspansywna polityka fiskalna, ukierunkowana na stymulowanie gospodarki, ograniczała możliwości akumulacji oszczędności. Nawet sektor finansowy, pomimo dobrej kondycji, podążył za ogólnym trendem i w ostatnich kwartałach odnotował spadek oszczędności.** Było to ściśle powiązane ze spadkiem dochodów, co odzwierciedlało szersze wyzwania strukturalne występujące w gospodarce.

Oszczędności niezbędne dla inwestycji

Stopa oszczędności i stopa inwestycji*



*Inwestycje rozumiane są tu jako akumulacja (inwestycje + przyrost zapasów)

Wykorzystanie oszczędności do inwestycji - Indeks Feldstein-Horioki**

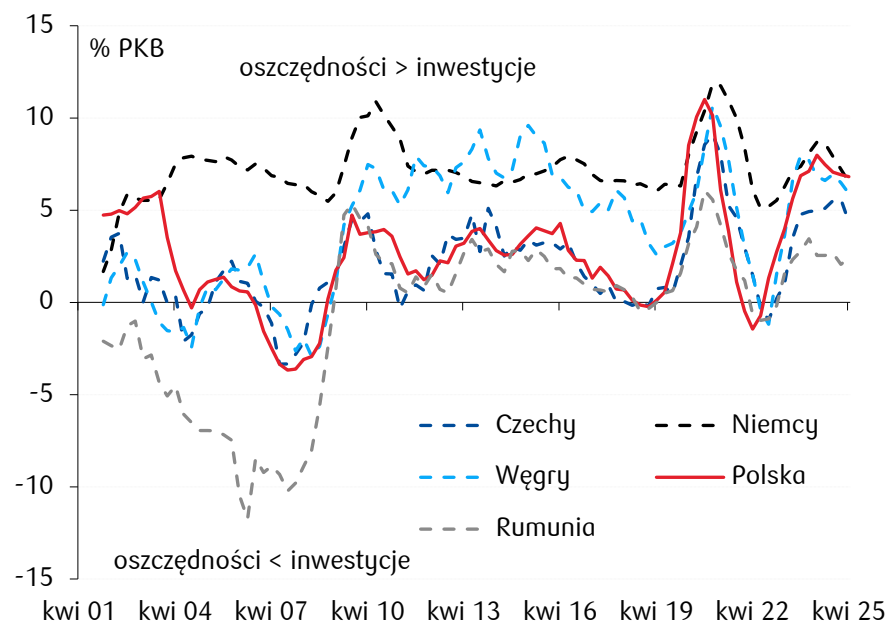


**Elastyczność długoterminowa między oszczędnościami a inwestycjami (40-kwartalne okno estymacji).

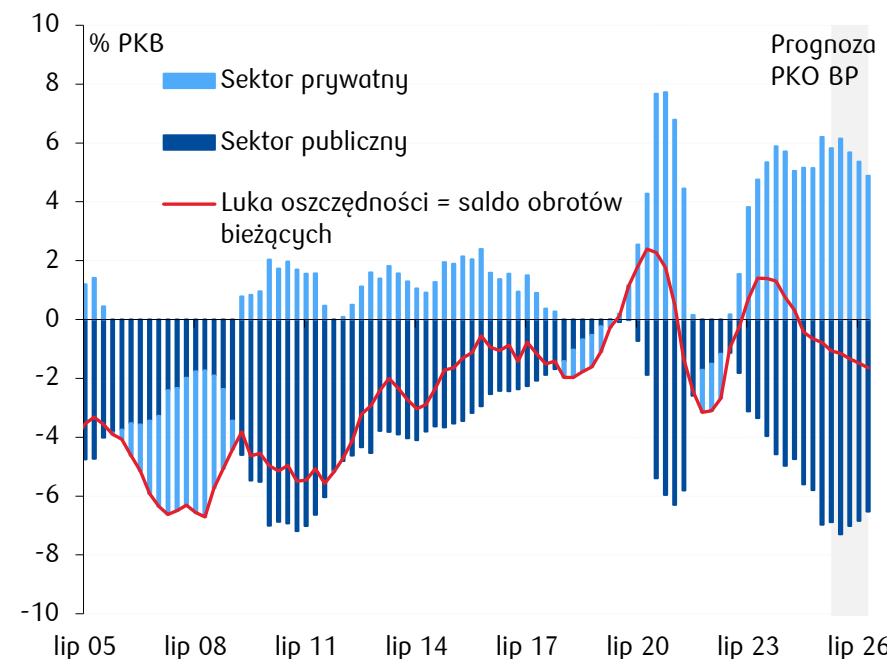
- Poziom inwestycji w gospodarce jest ściśle powiązany z wielkością oszczędności. Przed pandemią stopa oszczędności względem PKB rosła, co sprzyjało wzrostowi stopy inwestycji. Po pandemii wzrost oszczędności GD nie rekompensuje spadków w innych sektorach, co pociągnęło stopę inwestycji w dół.
- Współczynnik wykorzystania oszczędności do finansowania inwestycji, po okresie silnej dodatniej korelacji, od 2016 zaczął się obniżać, osiągając minimum w 2018, gdy relacja ta stała się ujemna. W tym czasie wystąpiło zjawisko tzw. *private saving glut* związane z akumulacją nadwyżek oszczędności w sektorze prywatnym przy jednoczesnej konsolidacji fiskalnej sektora publicznego, podczas gdy inwestycje były ograniczane przez czynniki pozafinansowe.
- Po pandemii współczynnik ten znów wzrasta. Wzrost współczynnika od 2021 odzwierciedla osłabienie roli finansowania zagranicznego w warunkach podwyższonej niepewności geopolitycznej, co zwiększyło znaczenie krajowych oszczędności w finansowaniu inwestycji.

Gospodarstwa domowe wolą finansować deficyt fiskalny niż inwestować

Luka oszczędności prywatnych



Luka oszczędności



- Pomimo spadku stopy oszczędności, sektor prywatny w ostatnich latach odnotował historycznie wysoką nadwyżkę oszczędności nad inwestycjami. Wynika to przede wszystkim z rosnących oszczędności GD. Firmy, w przeciwieństwie do GD, są bardziej skłonne do wykorzystywania swoich oszczędności na inwestycje.
- GD częściej decydują się na finansowanie deficytu fiskalnego z wykorzystaniem swoich nadwyżek finansowych. Dzięki temu, że GD zwiększają oszczędności, możliwe jest utrzymanie względnej równowagi w rachunku obrotów bieżących (CA) w warunkach wysokiej ekspansji fiskalnej oraz braku silnego ożywienia inwestycyjnego. Wynika to z tożsamości $CA = S - I$ (oszczędności minus inwestycje).
- W przypadku prognozowanego na 2026 ożywienia inwestycyjnego (które będzie oparte nie tylko na środkach UE), braku redukcji deficytu fiskalnego oraz braku przyspieszenia wzrostu oszczędności (spowodowanego np. obniżeniem realnych stóp procentowych), może dojść do pogorszenia salda rachunku bieżącego. To z kolei może prowadzić do powstania tzw. bliźniaczych deficytów, co stanowiłoby zagrożenie dla równowagi makroekonomicznej kraju.



Bank Polski

Część druga

Co czeka krajową gospodarkę?

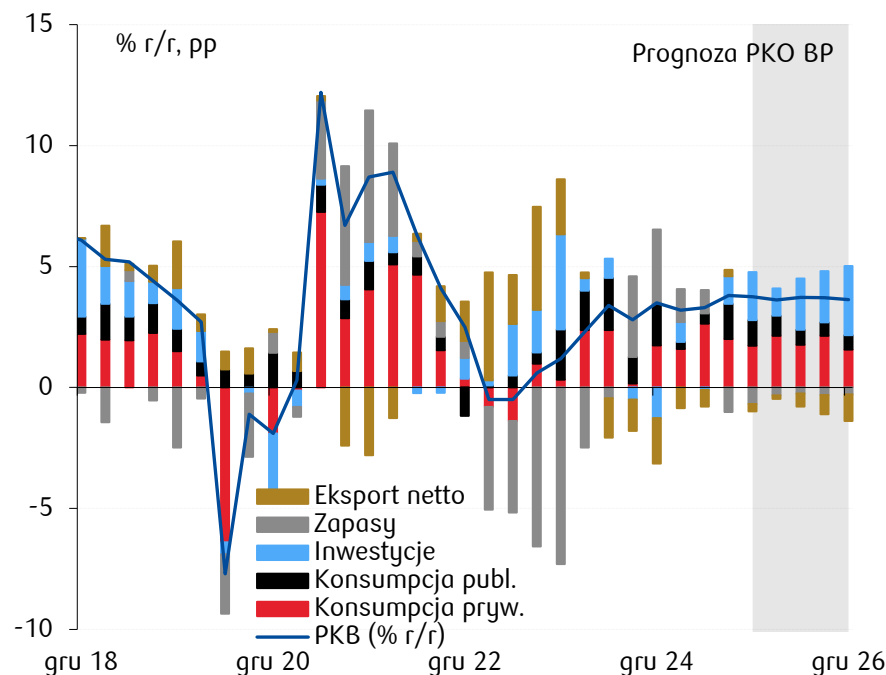


Bank Polski

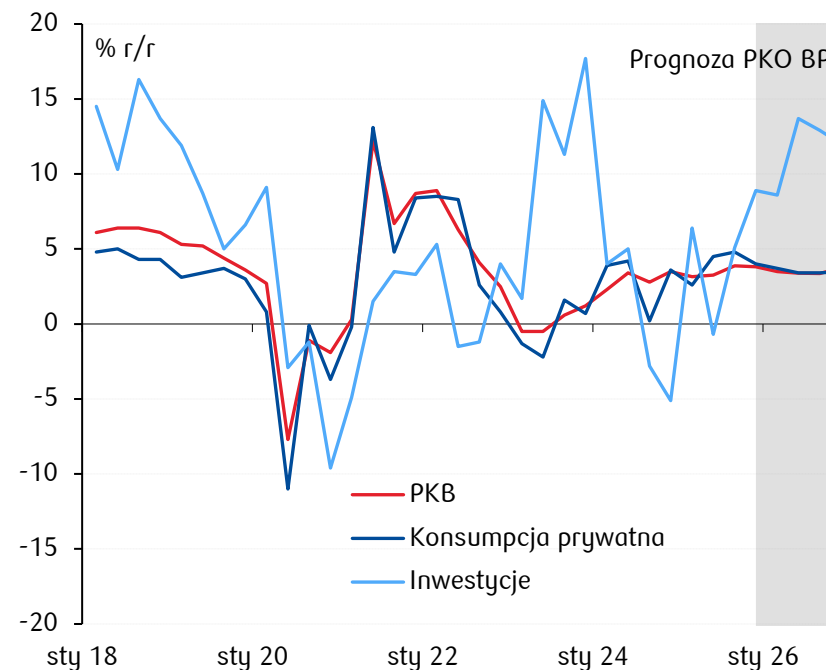
#7 Inwestycje motorem wzrostu

Wzrost PKB w 2026 będzie stał na dwóch mocnych filarach: inwestycjach i konsumpcji

Struktura wzrostu PKB



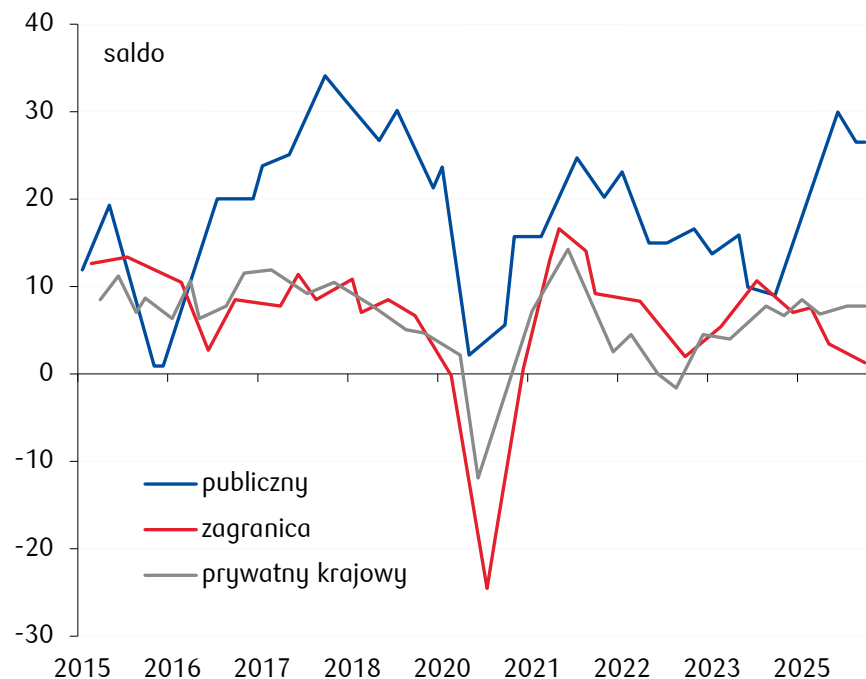
Główne komponenty PKB



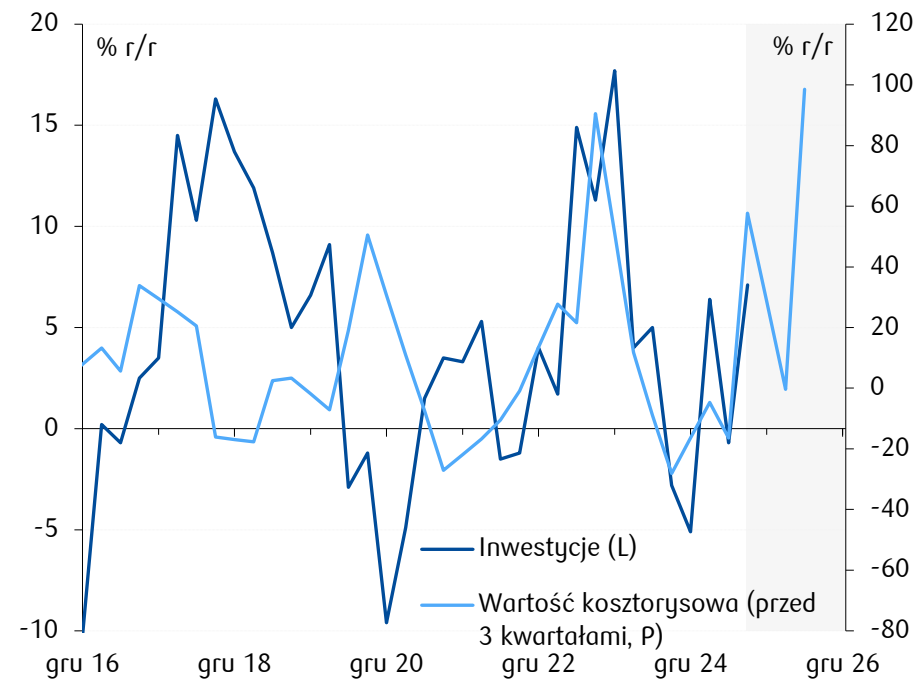
- **W 2026 inwestycje przejmą rolę głównego motoru wzrostu gospodarczego** - dodadzą do dynamiki PKB 2,1pp wobec 1pp w 2025, a skala ich wzrostu będzie naszym zdaniem dwucyfrowa i dwukrotnie silniejsza niż w 2025.
- Dynamika konsumpcji ustabilizuje się na poziomie ok. 3,5% - wystarczająco silnym, by wspierać gospodarkę, nie na tyle wysokim, by napędzać inflację. Wkład konsumpcji do PKB będzie przy tym nieznacznie słabszy niż aktywności inwestycyjnej (1,9pp).
- Pozytywnie na dynamikę PKB wpłynie także konsumpcja publiczna (wkład 0,6pp). In minus na dynamikę PKB zadziała eksport netto (-0,7pp) i przyrost zapasów (-0,3pp).

Plany firm już zwiastują ożywienie inwestycji prywatnych

Planowana zmiana skali inwestycji firm w perspektywie roku według form własności



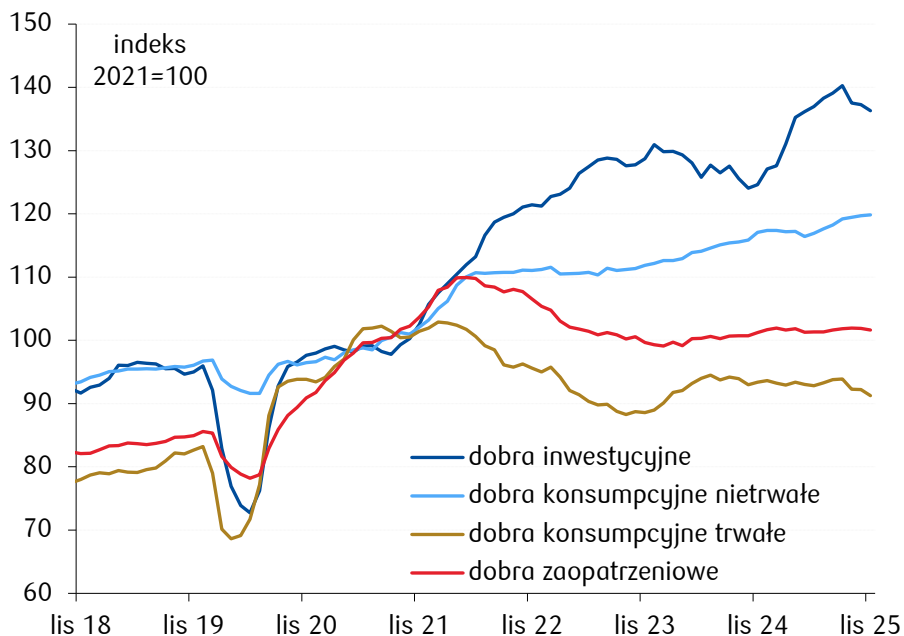
Wartość kosztorysowa inwestycji



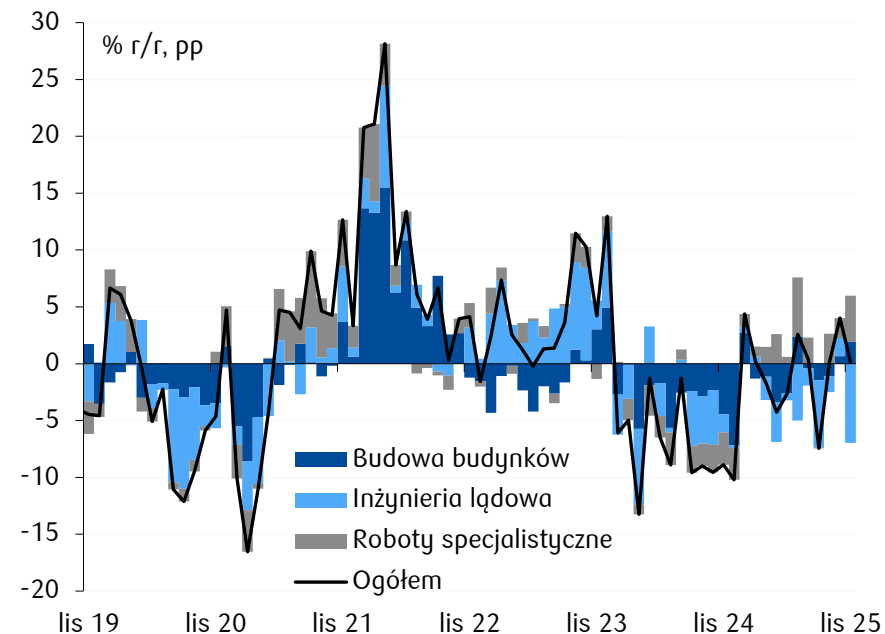
- Firmy krajowe (zwłaszcza z dominacją kapitału publicznego) dynamicznie zwiększają plany inwestycyjne a wartość kosztorysowa nowo rozpoczętych inwestycji sygnalizuje dwucyfrową dynamikę nakładów w 2026. Większej aktywności inwestycyjnej sprzyjać będą stopniowa poprawa wyników finansowych firm (spadek tempa wzrostu kosztów i poprawa marż w większości branż) i niższe stopy procentowe.
- Jednocześnie potrzeby inwestycyjne są duże, głównie te o charakterze strukturalnym, które wymuszają na firmach dostosowanie do zmian demograficznych (automatyzacja), regulacyjnych i konkurencyjnych (transformacja energetyczna) i technologicznych (AI). Potrzeby cykliczne w części branż także się już zaczynają pojawiać. Przykładowo, wykorzystanie mocy produkcyjnych w przetwórstwie powróciło do 5-letniej średniej.

Inne symptomy dalszego ożywienia inwestycji

Indeksy głównych kategorii produkcji w przetwórstwie
(dane odsezonowane przez PKO BP)



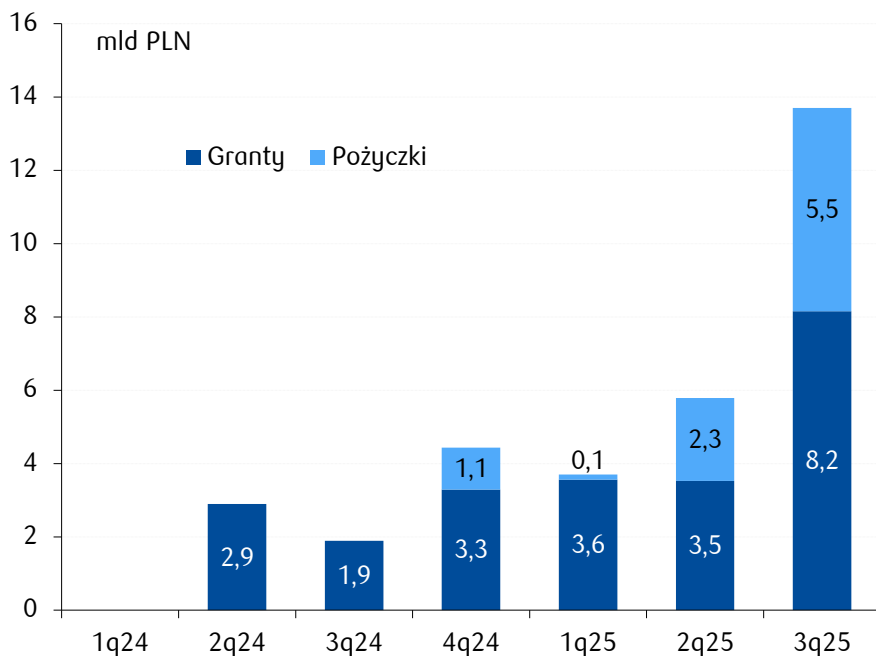
Dynamika produkcji budowlano-montażowej



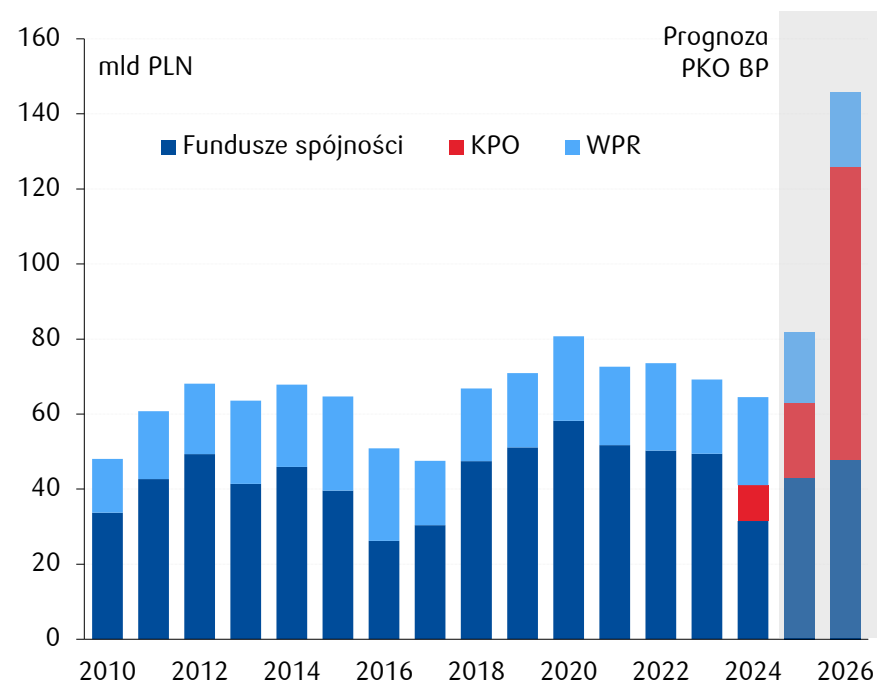
- **Rosnący apetyt na inwestycje potwierdzają także dane produkcyjne.** Od kilku miesięcy w strukturze krajowej produkcji przemysłowej to producenci dóbr inwestycyjnych radzą sobie najlepiej.
- O ile wyniki produkcji budowlanej za 2025 zdecydowanie nie potwierdziłyby tezy o wysokiej aktywności inwestycyjnej, to warto zwrócić uwagę na jej strukturę. Sekcją która na trwałe powróciła do wzrostów aktywności są roboty specjalistyczne, często obejmujące prace przygotowawcze przed rozpoczęciem realizacją głównego etapu inwestycji. **Taka struktura produkcji budowlanej jest więc swoistą zapowiedzią ożywienia w branży budowlanej, którego oczekujemy w 2026,** zarówno za sprawą projektów infrastrukturalnych (KPO, fundusze spójności), jak i ożywienia na rynku nieruchomości mieszkaniowych (efekt spadku stóp procentowych).

Realizacja KPO nabiera impetu, podobnie jak dystrybucja funduszy spójności

Wyплаты środków z KPO zrealizowane w kwartale w podziale na część grantową i pożyczkową



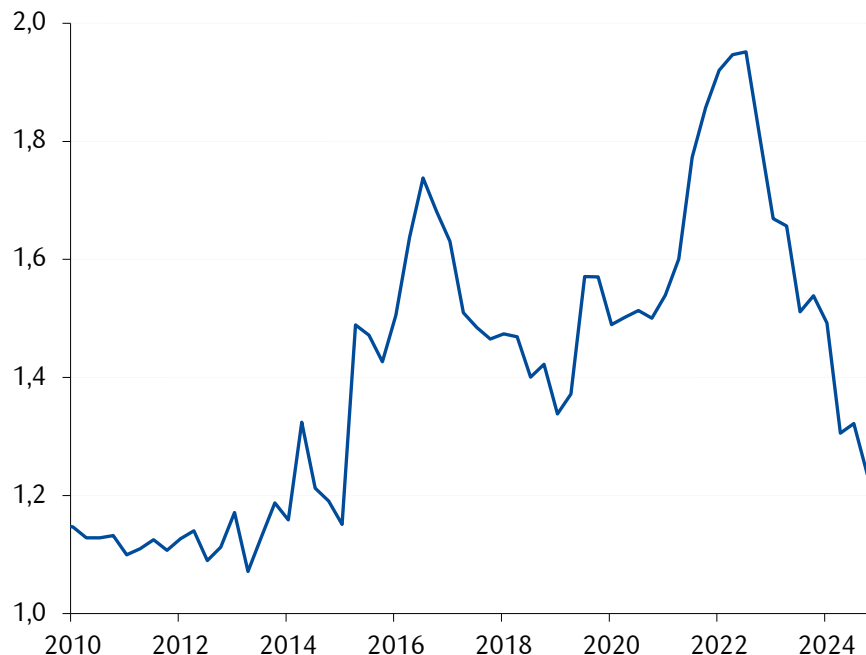
Wykorzystanie środków UE



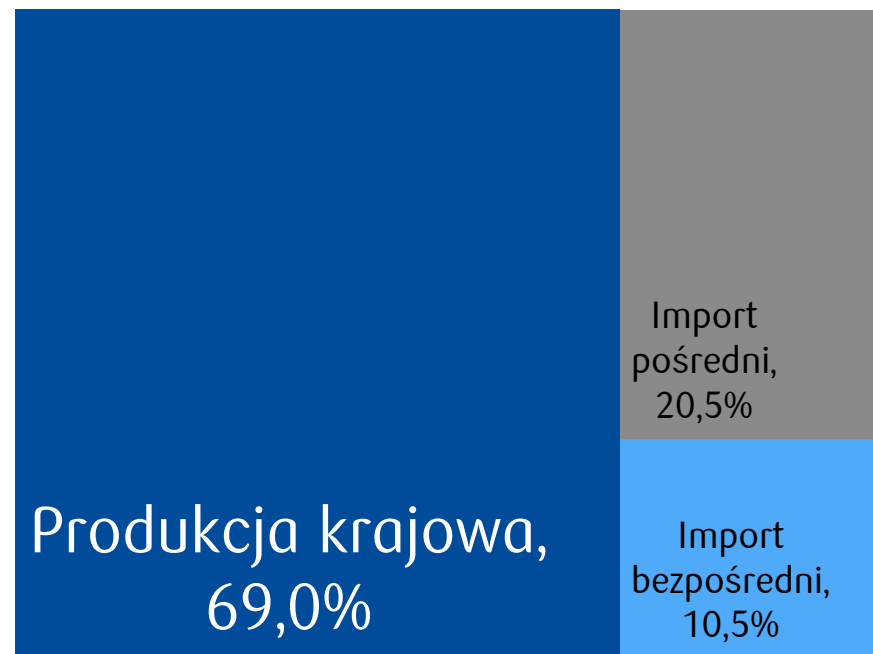
- W pierwszej połowie 2025 w zakresie KPO sukcesywnie zwiększała się wartość złożonych wniosków o dofinansowanie i podpisanych umów, ale skala realnego przepływu środków do gospodarki była nieznaczna. To zaczęło się zmieniać w 3q25 i – według nas – jest zapowiedzią dalszej intensyfikacji przepływów w 2026. Wydatki (rozumiane przez nas jako przekazanie środków beneficjentowi) z części grantowej w 3q25 wzrosły 4-krotnie w ujęciu r/r, coraz więcej inwestycji finansowanych jest też z części pożyczkowej. Łącznie wartość środków, które tylko w 3q25 w ramach KPO trafiły do gospodarki to 13,7 mld PLN.
- Tempo wydatkowania środków w 2025 było wolniejsze od naszych wcześniejszych założeń. Przypominamy jednak, że dla części grantowej obowiązuje nas „deadline” końca 2026. **Z łącznie 108 mld PLN do końca 3q25 wydatkowano blisko 25 mld PLN, co pozostawia znaczący zasób środków na 2026.** Równoległe do KPO postępuje alokacja środków z funduszy spójności – podpisane umowy stanowią już blisko 60% dostępnej dla Polski puli.

Wysoka importochłonność inwestycji ogranicza pozytywny wpływ na PKB

Elastyczność długoterminowa między importem a inwestycjami
(40-kwartalne okno estymacji)



Struktura podaży wygenerowanej przez KPO



- O ile w zakresie skali ożywienia aktywności inwestycyjnej w gospodarce w 2026 należymy do rynkowych optymistów, to nasza prognoza PKB na cały rok, na poziomie 3,7% nie należy do najwyższych. Wy tłumaczeniem tego pozornego rozdźwięku jest ... importochłonność.
- Najbardziej importochłonnym komponentem PKB są inwestycje, a w Polsce ich importochłonność jest też wysoka na tle innych państw. Historycznie wzrost inwestycji o 1% podnosił import o 1,1 – 2,0%.
- Szacujemy, że środki z KPO w 69% zwiększą produkcję krajową (szacunki na podstawie modelu I-O), a w 31% podbiją import (co obniża wzrost PKB).
- Istotnym aspektem aktywności inwestycyjnej w najbliższych latach będą także nakłady na zbrojenia. Zwłaszcza w początkowym okresie ich importochłonność będzie jednak znacząco większa niż dotychczasowa importochłonność inwestycji, co początkowo ograniczy ich pozytywny wpływ na PKB. Zakładamy także, że szczyt tej aktywności przypadnie na lata po 2026.

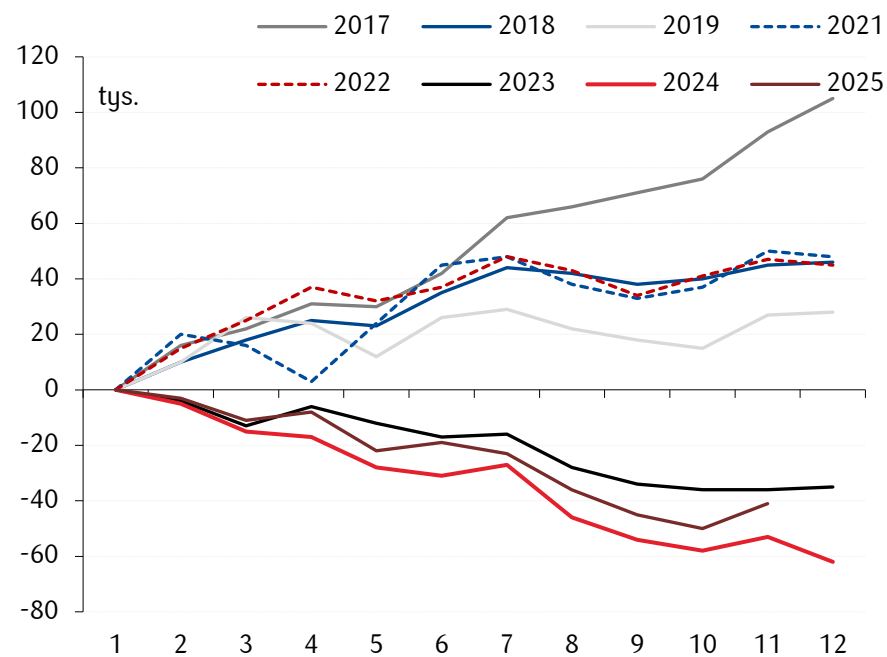


Bank Polski

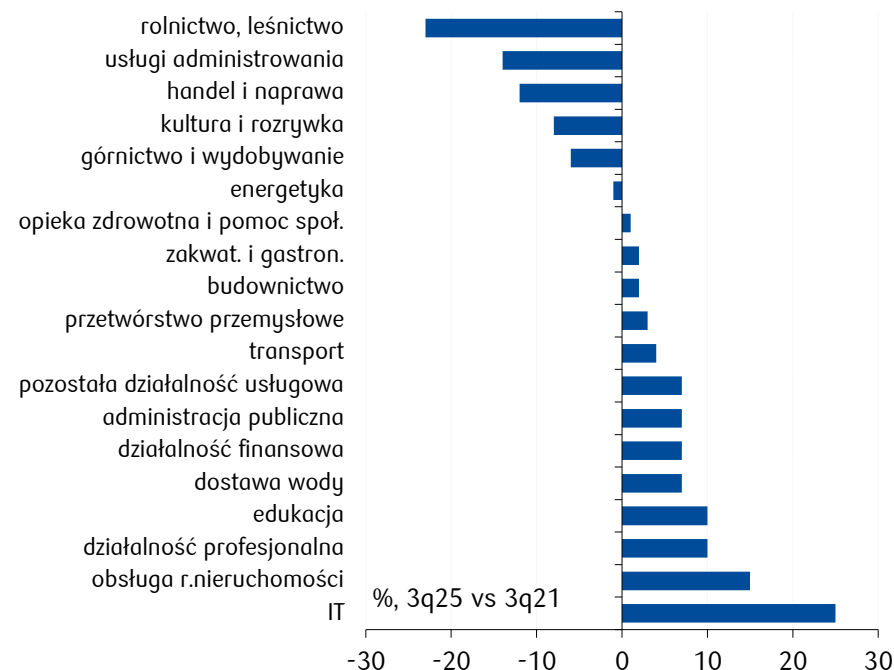
#8 Rynek pracy – naprawdę jaki jest, nie wie nikt

2025 był trzecim z rzędu rokiem ze spadkiem zatrudnienia

Skumulowana zmiana zatrudnienia od stycznia
(sektor przedsiębiorstw)



Zmiana liczby pracujących według sektorów*

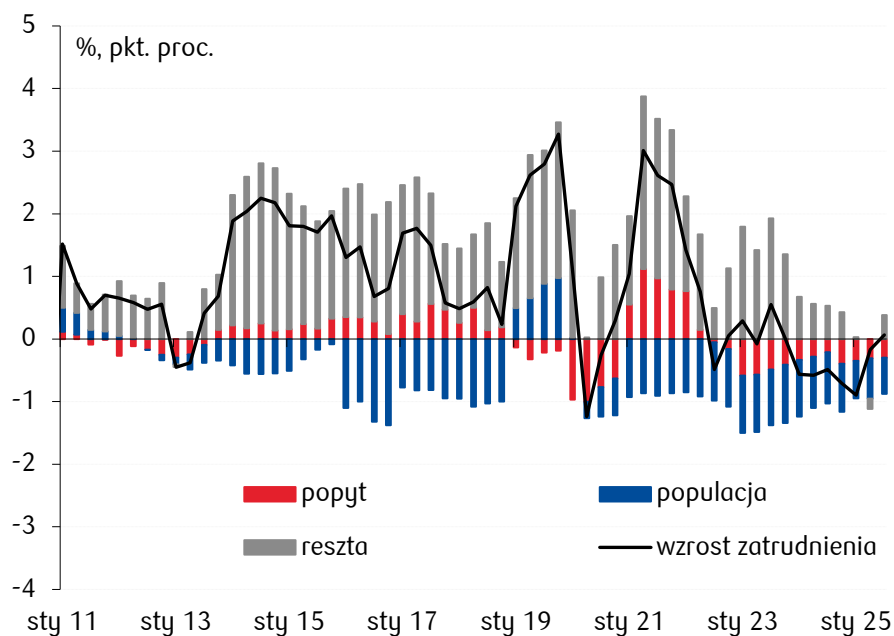


*Skrócone nazwy sekcji PKD

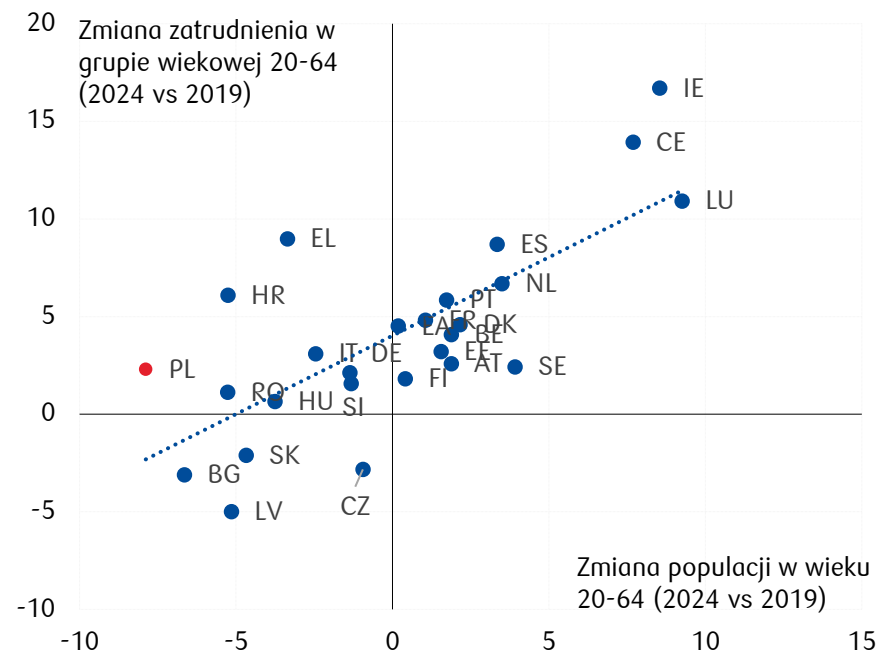
- **Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom 2025 nie przyniósł ożywienia po stronie popytu na pracę.** Z jednej strony spadek zatrudnienia nie korespondował z dobrymi wynikami gospodarki, z drugiej strony był spójny z niską dynamiką inwestycji, w szczególności firm prywatnych, wskazującą na ograniczoną skłonność firm do rozbudowy działalności. Od pandemii szczególnie widoczna jest zmiana struktury zatrudnienia, na której najmocniej korzystają branża IT oraz branże związane z wyspecjalizowanymi usługami, a tracą m.in. górnictwo, handel czy rolnictwo.
- **Na koniec listopada 2025 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o blisko 0,6% niższe niż na początku roku,** a miesięczny przyrost zatrudnienia w 2025 odnotowano jedynie w listopadzie.

Z taką demografią nie ma się co dziwić

Modelowa dekompozycja dynamiki zatrudnienia r/r wg BAEL



Zmiana zatrudnienia i liczby ludności w wieku 20-64 lat w UE*

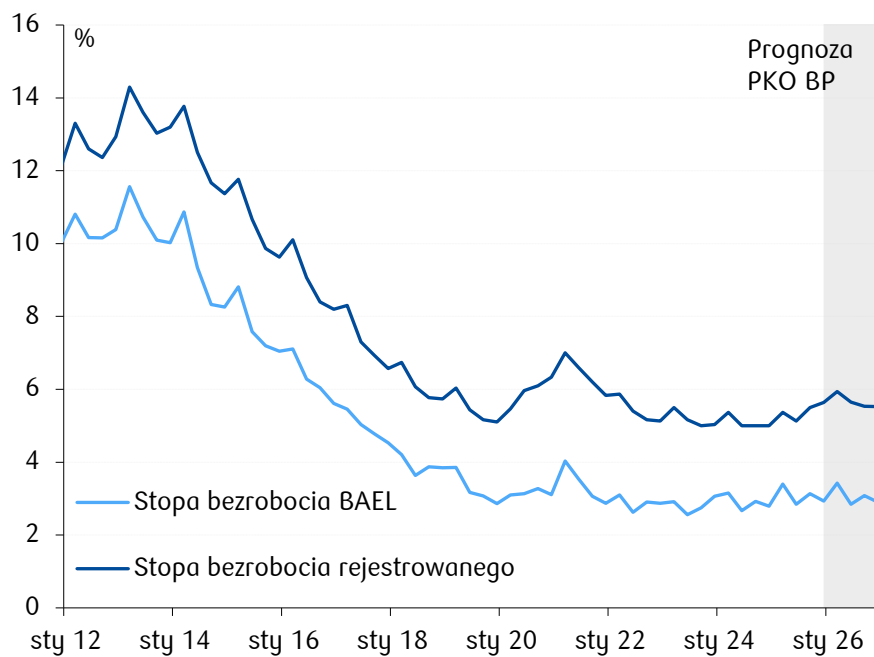


*Ze względu na brak danych za 2024 wyłączone zostały Litwa i Malta

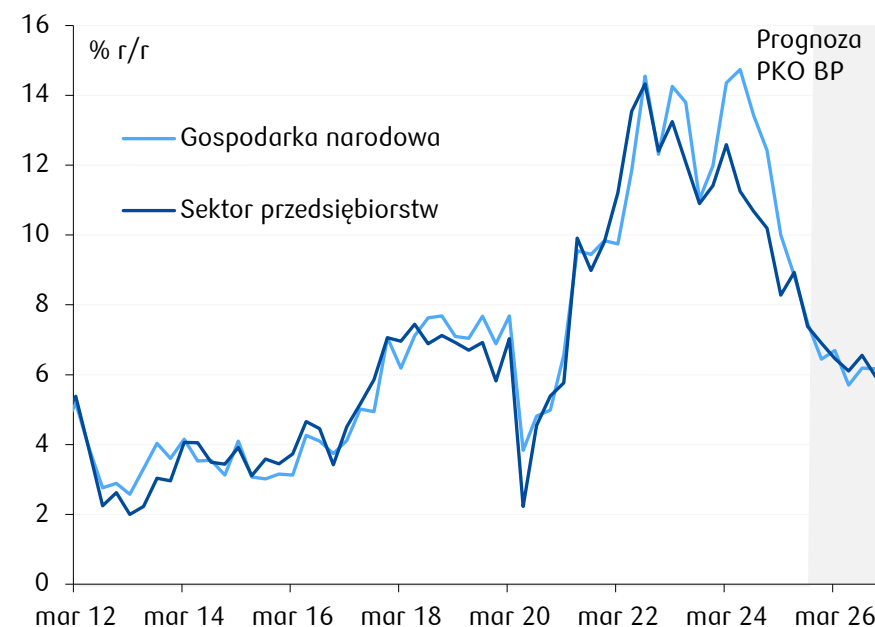
- Słaby popyt na pracowników negatywnie oddziałuje na dynamikę zatrudnienia, jednak głównym „winowajcą” braku wzrostu liczby pracujących pozostaje demografia. W przypadku gospodarek Unii Europejskiej można zaobserwować wyraźną korelację pomiędzy dynamiką zatrudnienia i zmianą populacji w wieku produkcyjnym. Między 2019 a 2024 Polska odnotowała jeden z najgłębszych spadków populacji w tym segmencie wiekowym, któremu towarzyszył niski na tle UE przyrost zatrudnienia.

Bezrobocie pozostaje niskie, procesy płacowe normalizują się

Stopa bezrobocia



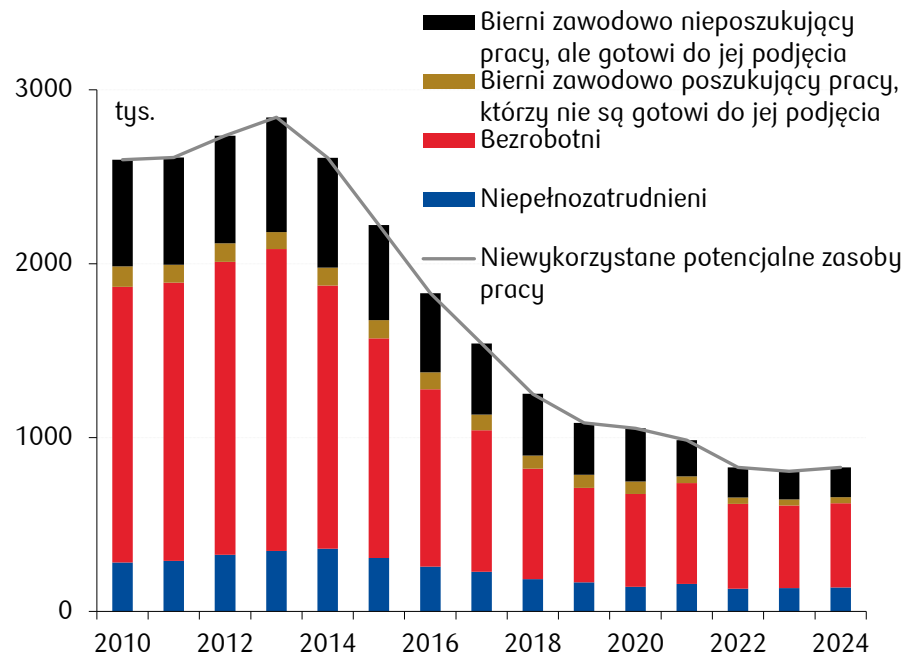
Dynamika płac



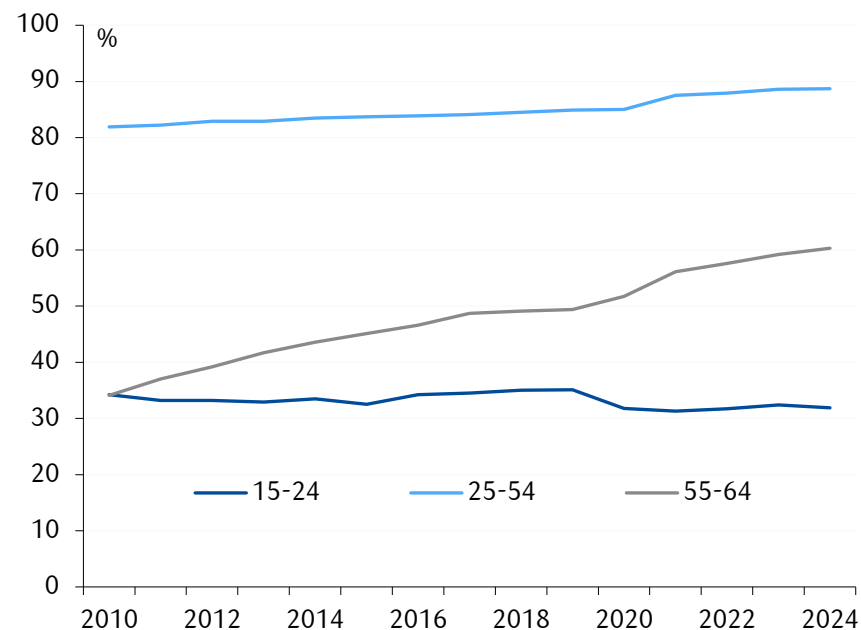
- Pomimo spadku zatrudnienia bezrobocie pozostaje bliskie historycznych minimów. Spadek podaży pracy będzie ograniczać potencjał do wzrostu tego wskaźnika w przyszłości w przypadku pogorszenia koniunktury.
- Procesy płacowe wyglądają korzystnie – w 2026 spodziewamy się średniego wzrostu wynagrodzeń nieco powyżej 6%, co w warunkach niskiej inflacji oznacza, że płace będą nadal rosły w ujęciu realnym. Jednocześnie spowolnienie dynamiki wynagrodzeń przełoży się na spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy wspierany solidnym przyrostem wydajności pracy, co będzie wspierać konkurencyjność polskich eksporterów.

Standardowe niewykorzystane zasoby pracy kurczą się

Niewykorzystane zasoby pracy



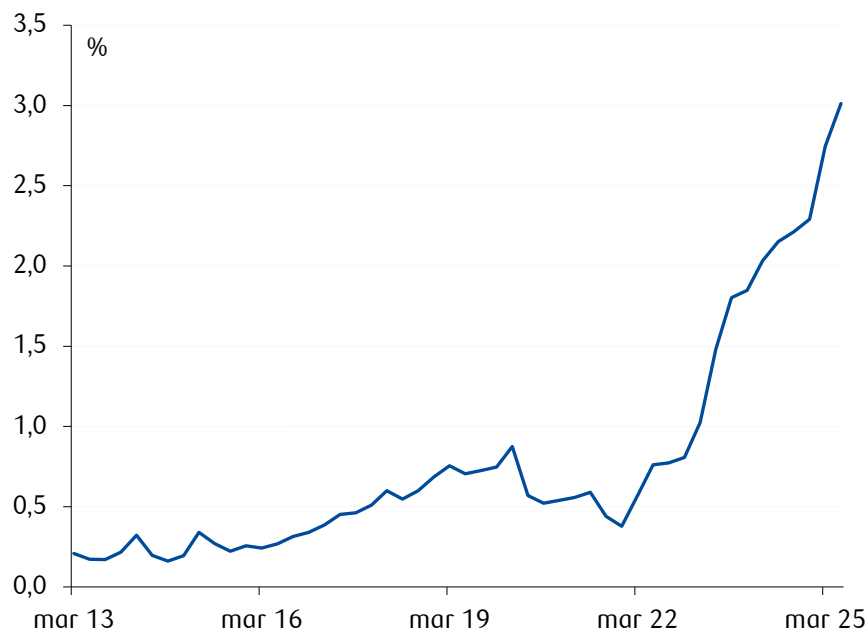
Stopa aktywności zawodowej w wybranych grupach wiekowych



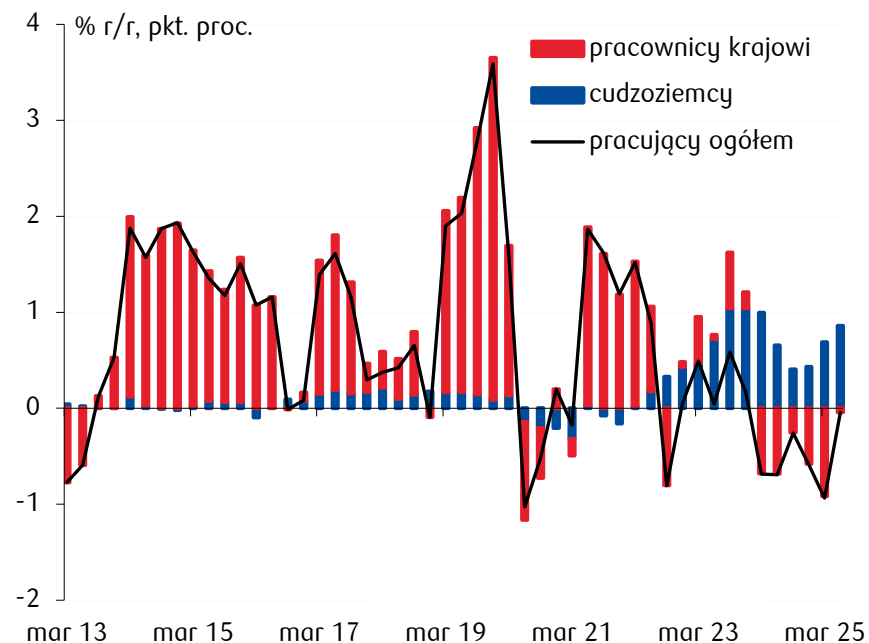
- W długim okresie, ze względu na starzenie się społeczeństwa, wzrost gospodarki oparty o relatywnie tanią siłę roboczą nie będzie możliwy. Kluczowa dla wzrostu będzie mobilizacja niewykorzystanych zasobów pracy, a także poprawa wydajności pracy.
- Mobilizacja niewykorzystanych zasobów siły roboczej powinna objąć w szczególności kobiety, osoby starsze cieszące się dobrym zdrowiem (stopa aktywności w tej grupie systematycznie rośnie) oraz legalnych migrantów.

Cudzoziemcy podbijają dynamikę pracujących wg BAEL

Udział zatrudnionych (15-64) z zagranicznym obywatelstwem w zatrudnionych (15-64) ogółem



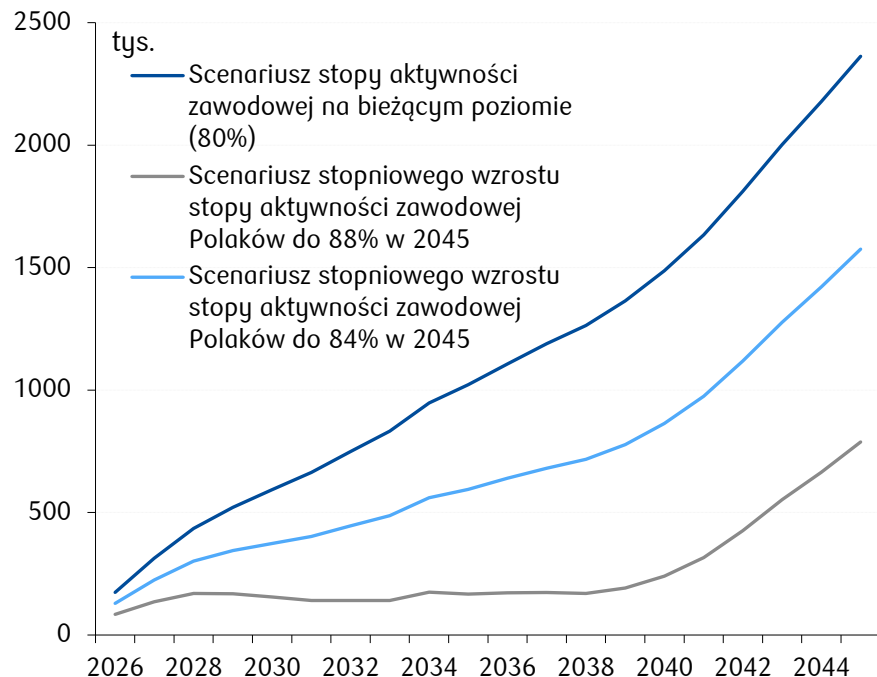
Dynamika pracujących i główne składowe



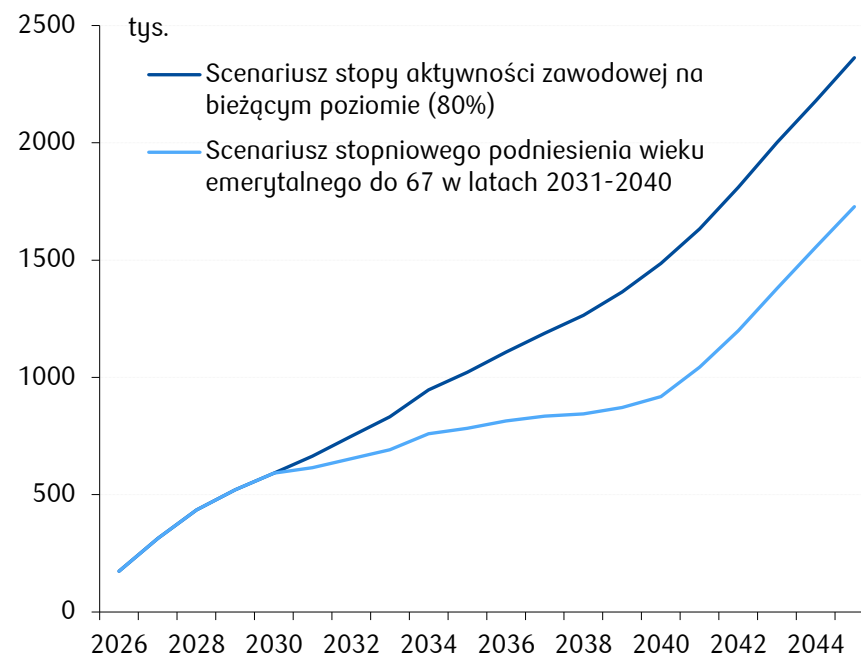
- Statystyki krajowe nie obejmują w pełni liczby cudzoziemców na rynku pracy, co stanowi wyzwanie dla oszacowania rzeczywistego wpływu, jaki wywierają oni na polski rynek pracy. Według BAEL cudzoziemcy stanowią ok. 3% wszystkich zatrudnionych i w przeciwieństwie do pracowników z obywatelstwem krajowym ich liczba rośnie z roku na rok. Dane obejmują cudzoziemców z dość dużym opóźnieniem, co naszym zdaniem może zawyżać statystyki pracujących ogółem w najbliższych kwartałach, „podkolorowując” ogólny obraz płynący z tych danych.

Napływ migracji netto ma swoje granice, potrzebne będą inne działania

Skumulowany napływ aktywnych zawodowo migrantów
potrzebny do utrzymania podaży pracy z 2025



Skumulowany napływ aktywnych zawodowo migrantów
potrzebny do utrzymania podaży pracy z 2025



- **Migracja może łagodzić braki związane z rosnącą luką demograficzną, jednak żaden z realistycznych scenariuszy migracyjnych nie jest na tyle wysoki, aby umożliwić utrzymanie podaży pracy na bieżącym poziomie.** Nasze symulacje wskazują, że aby to osiągnąć, na przestrzeni dekad do Polski musiałoby napłynąć (w ujęciu netto) blisko 1 mln migrantów, a w horyzoncie dwóch dekad łącznie ponad 2,3 mln migrantów. Skala koniecznej migracji jest o blisko 1/3 niższa jeśli założymy stopniowy wzrost stopy aktywności zawodowej do 84% do 2045, a nawet o 2/3 jeśli stopa aktywności wzrośnie do 88%, czyli najwyższego poziomu odnotowanego obecnie w gospodarkach UE.
- **Równie istotne znaczenie dla szacunków przyszłej podaży pracy mają założenia dot. ewentualnego podwyższenia wieku emerytalnego** – w hipotetycznym scenariuszu stopniowego podniesienia wieku emerytalnego do 67 lat w latach 2031-2040, konieczny napływ migracji netto jest o blisko 1/4 niższy niż w scenariuszu braku zmian wieku emerytalnego.

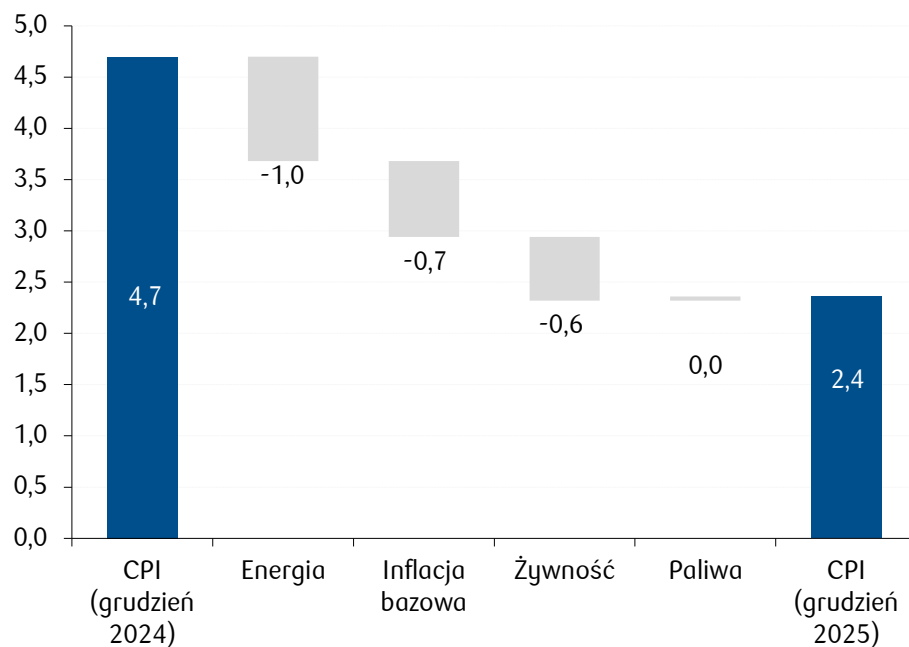


Bank Polski

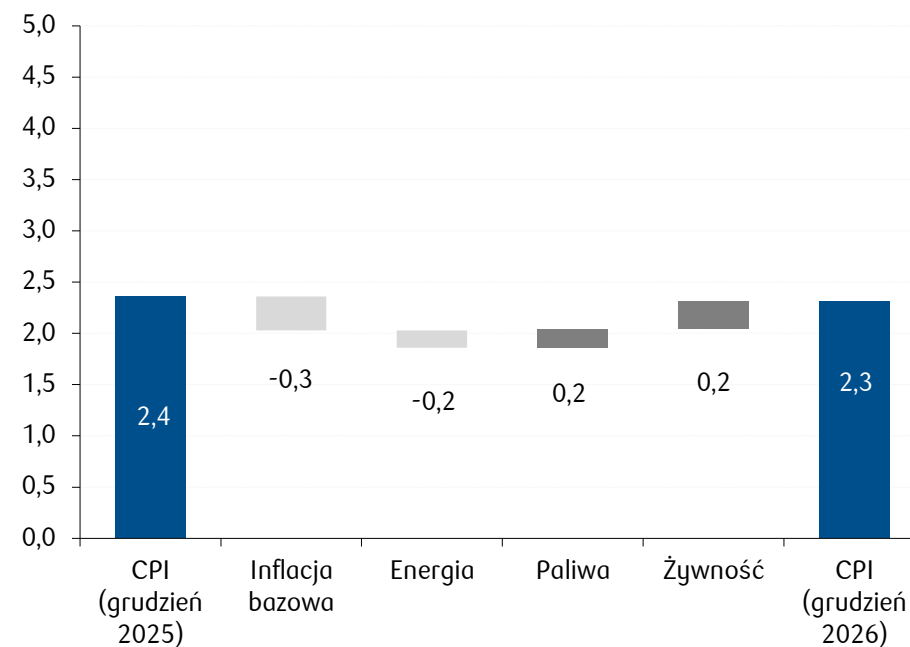
#9 Finalna faza dezinflacji

Co „ruszało” inflacją w 2025 i czy dalej tak będzie w 2026?

Dekompozycja zmiany inflacji w 2025



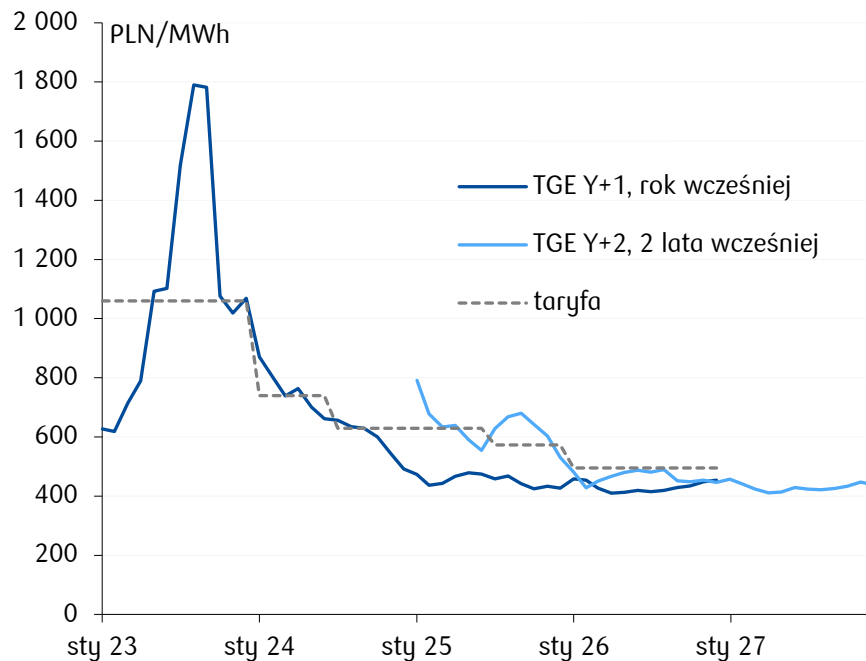
Prognozowana dekompozycja zmiany inflacji w 2026



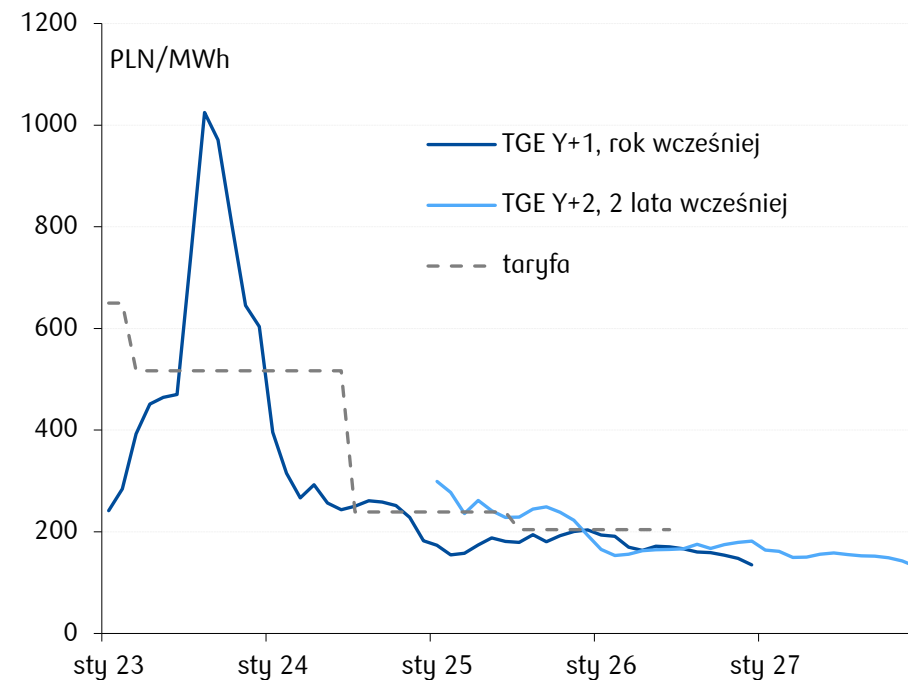
- **Obserwowany w 2025 spadek inflacji miał bardzo szeroki charakter.** Inflację obniżyły zarówno czynniki egzogeniczne – ceny nośników energii i żywności, przy relatywnie neutralnym wpływie cen paliw (w ujęciu grudzień do grudnia), jak i czynniki bazowe. W przypadku wszystkich skala działania dezinflacyjnego była silniejsza od oczekiwań.
- **W naszej ocenie skala dezinflacji w 2026 będzie już istotnie mniejsza, a proces hamowania dynamiki cen w trakcie roku się zatrzyma.** Na kolejnych slajdach przechodzimy przez wszystkie główne składowe inflacji a następnie prezentujemy pełną prognozę na 2026.

Ceny energii już nie straszą

Stabilne kontrakty na energię, chociaż pozostaje pytanie o koszty dystrybucji



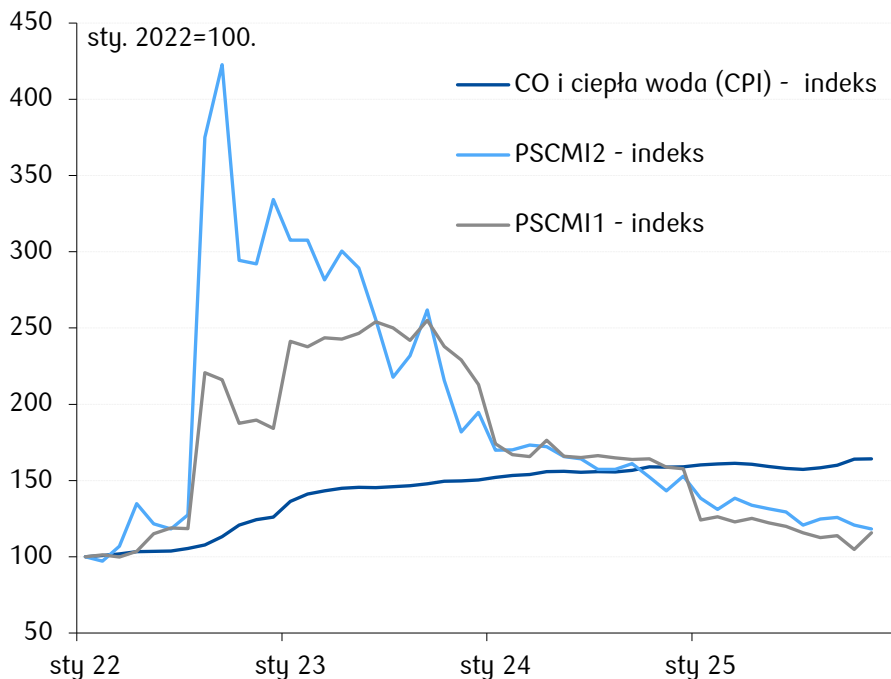
Równie płasko jest w cenach kontraktów na gaz



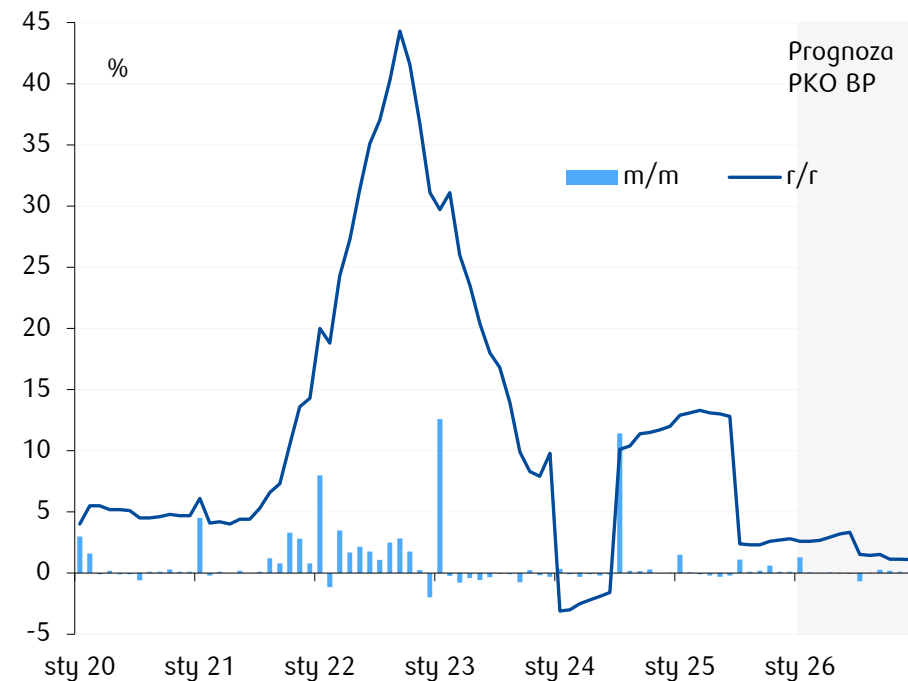
- Taryfy energetyczne na 2026 są już znane, więc – w przeciwieństwie do 2025 – **kształtowanie się cen prądu nie generuje dużej niepewności w prognozach inflacji. Warto jednak podkreślić, że także w dłuższej perspektywie proinflacyjne ryzyko związane z cenami energii elektrycznej (i nośników energii łącznie) spadło.**
- Od połowy 2024 ceny rocznych kontraktów na energię elektryczną stabilizują się w przedziale 410-460 PLN/WMh. Z kilkumiesięcznym opóźnieniem w stosunku do kontraktów rocznych w podobny zakres wahań weszły kontrakty 2-letnie. Przyjmując je jako *proxy* dla kosztów pozyskania przez spółki energii na 2027 nie widać czynników, które mogłyby skutkować istotnym wzrostem taryfy na kolejny rok, z zastrzeżeniem, że sukcesywne wzrosty pozostają scenariuszem bazowym dla taryfy dystrybucyjnej.
- Bardzo podobnie wygląda sytuacja na rynku gazu, a nowa taryfa (która wejdzie w życie od lipca 2026) nie powinna przewyższać tej obecnie obowiązującej.

Ceny energii już nie straszą (2)

Nie spełniły się czarne scenariusze co do cen ciepła, w 2026 bez silnych impulsów do ich wzrostu



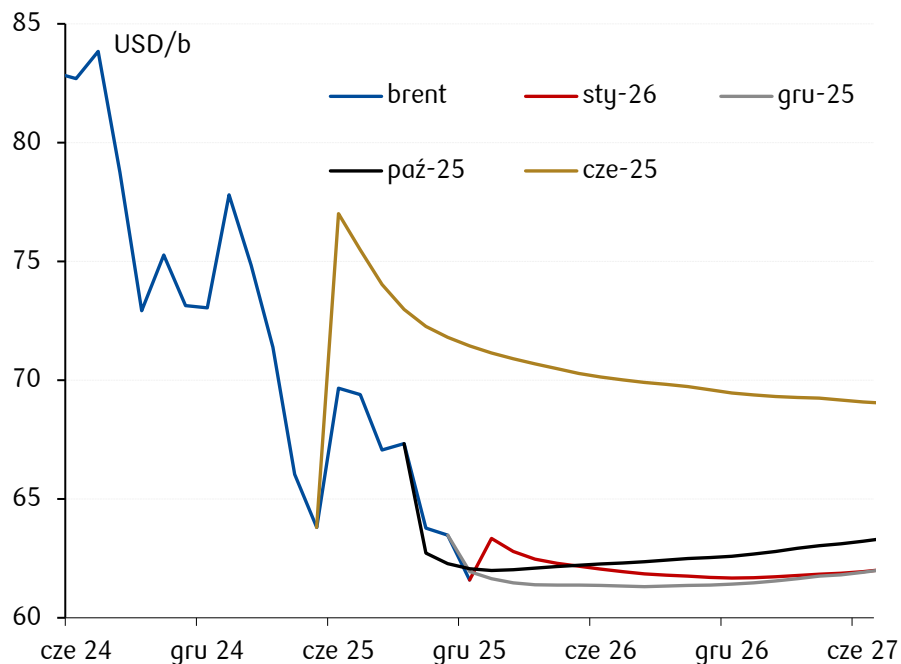
Ceny nośników energii w inflacji CPI



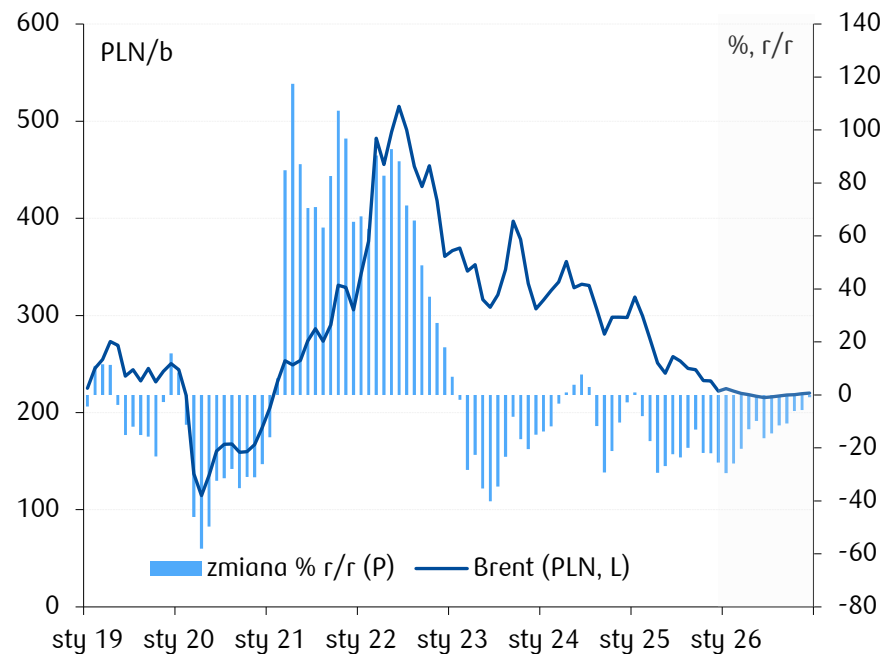
- W 2025, w związku z uwolnieniem cen ciepła systemowego, było ono dodatkowym źródłem niepewności w prognozach inflacji i potencjalnym czynnikiem o istotnym oddziaływaniu proinflacyjnym (choć udział ciepła w koszyku inflacyjnym to tylko 2,5%, spekulowano o skali wzrostu cen po ich uwolnieniu sięgającej kilkadziesiąt procent). To ryzyko nie zrealizowało się, a pomiędzy lipcem a grudniem 2025 ceny ciepła wzrosły łącznie o niecałe 5%.
- Po stronie kosztowej istotnym czynnikiem cenotwórczym dla ciepła są ceny nośników energii – gazu i węgla. Ceny gazu, jak już pokazaliśmy, są w lekkim trendzie spadkowym. Ceny węgla wykorzystywanego w ciepłowniach (PSCMI2) i w energetyce (PSCMI1) w trakcie 2025 obniżyły się o ponad 20%. Biorąc pod uwagę słabszy od oczekiwań wzrost cen ciepła w 2025 nie oczekujemy jego spadków w 2026, ale też nie widzimy już w nim ryzyka proinflacyjnego.
- Łącznie roczna dynamika cen nośników energii w 2026 będzie się naszym zdaniem obniżać, z ok. 2,5-3% w 1h26 do około 1% na koniec roku.

Mimo napięć geopolitycznych, zmienność cen ropy jest ograniczona

Ceny spot ropy brent vs kontrakty w danych punktach czasowych



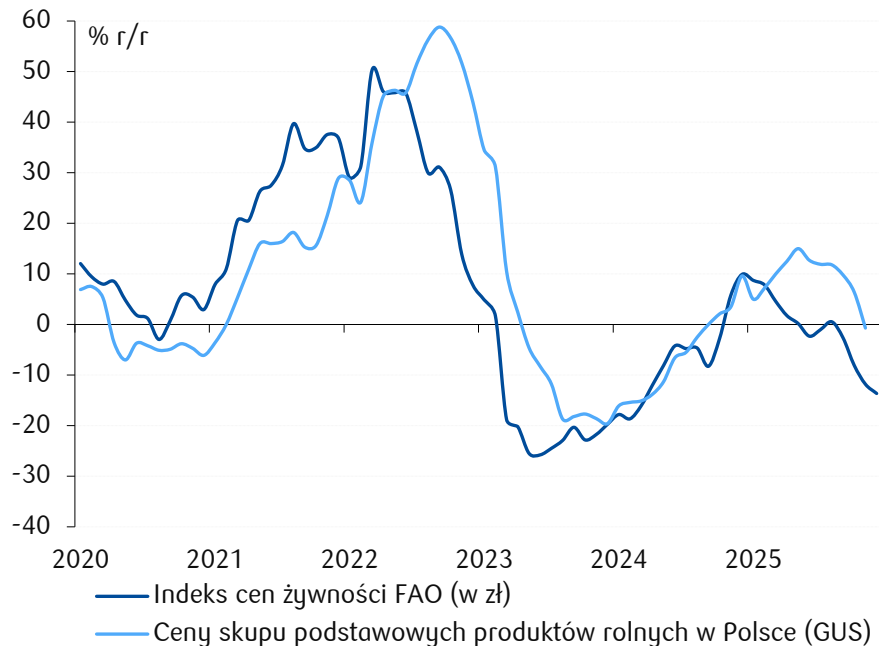
Prognozy ropy z uwzględnieniem prognoz FX



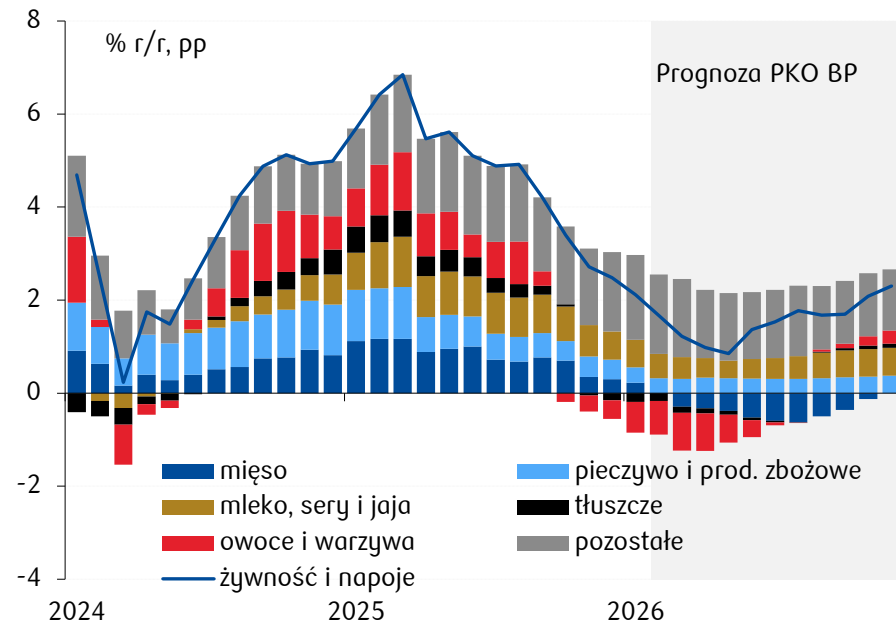
- Mimo dużej niepewności geopolitycznej, która w ostatnich dniach koncentruje się wokół państw dysponujących istotnymi zasobami ropy, jej ceny, zwłaszcza kontraktowe, pozostają relatywnie stabilne i od połowy 2025 koncentrują się w okolicy 60-65 USD/bbl, zbliżonym do notowań spot. Przestrzeń do wzrostu cen jest ograniczana przez zwiększanie wydobycia przez państwa OPEC+ oraz wciąż jedynie umiarkowanie korzystną globalną koniunkturę (według prognoz tempo wzrostu globalnego PKB w 2026 będzie zbliżone do ubiegłorocznego).
- Zestawienie kontraktowych cen ropy z naszymi prognozami walutowymi (patrz slajdy 90-91) sugeruje, że 1h26 ceny paliw mogą wykazywać ujemną roczną dynamikę, a następnie przesuwają się w stronę neutralnego wpływu na inflację.

Stopniowy spadek inflacji żywności w 1h26, możliwe odbicie w 2h26

Spadki cen surowców rolnych w Polsce podążają za tendencjami globalnymi



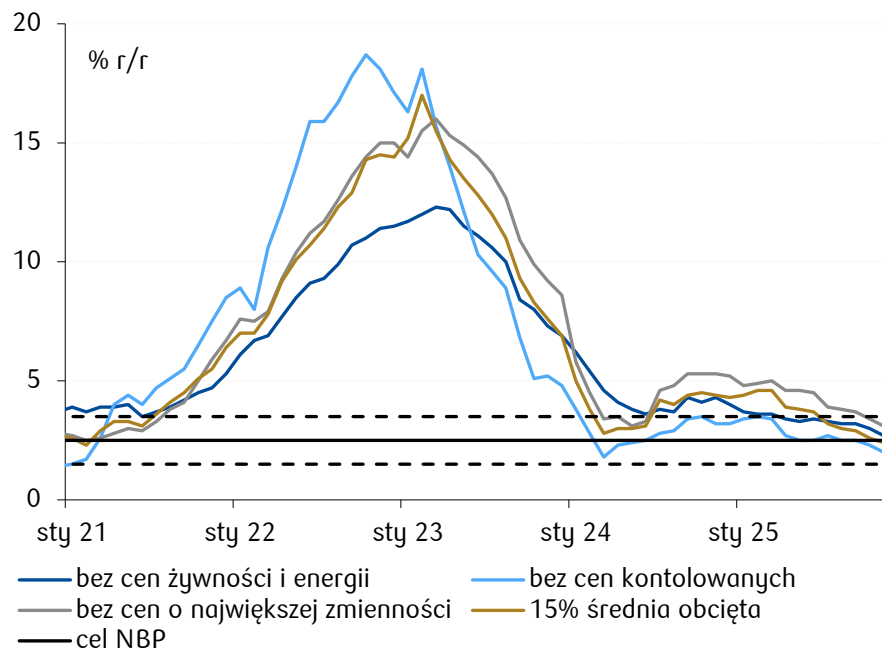
Niższe ceny mięsa, tłuszczów oraz owoców i warzyw będą ciągnąć inflację żywności w dół w 1h26



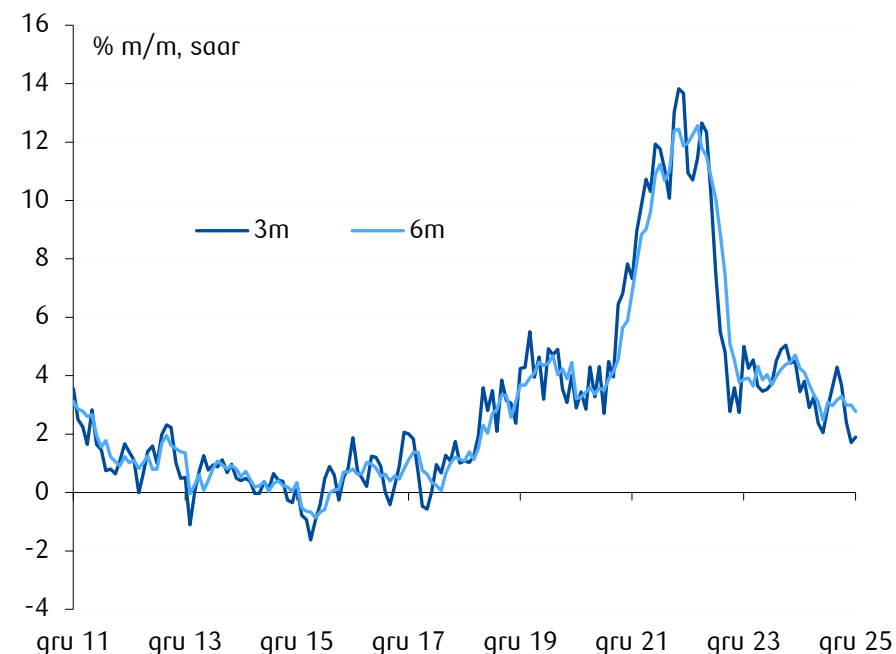
- **Wysoka podaż produktów rolnych doprowadziła do spadków cen w rolnictwie na koniec 2025.** Implikowało to spadek inflacji koszyka żywnościowego. Oczekujemy, że ta tendencja utrzyma się do końca 1h26. W największym stopniu przyczynią się do tego niższe ceny owoców i warzyw (wzrost zbiorów w Polsce) oraz mięsa.
- **Rynki rolne wciąż znajdują się pod presją chorób zwierzęcych** – grypa ptaków (HPAI) i rzekomy pomór drobiu doprowadziły do znaczących strat w produkcji żywca i jaj w 2025. Z kolei pojawienie się afrykańskiego pomoru świń (ASF) w Hiszpanii w 3q25 utrwaliło spadki cen na rynku wieprzowiny.
- Czynnikiem dezinflacyjnym jest również geopolityka, w tym szczególnie chińskie cła nałożone odpowiednio na unijną wieprzowinę (wrz'25) i produkty mleczne (gru'25). Równocześnie rośnie konkurencja międzynarodowa.
- W 2026 przetwórstwie żywności mniejsza będzie również presja kosztów pozasurowcowych, w tym szczególnie kosztów pracy i energii.

Inflacja bazowa też już w celu

Miary inflacji bazowej



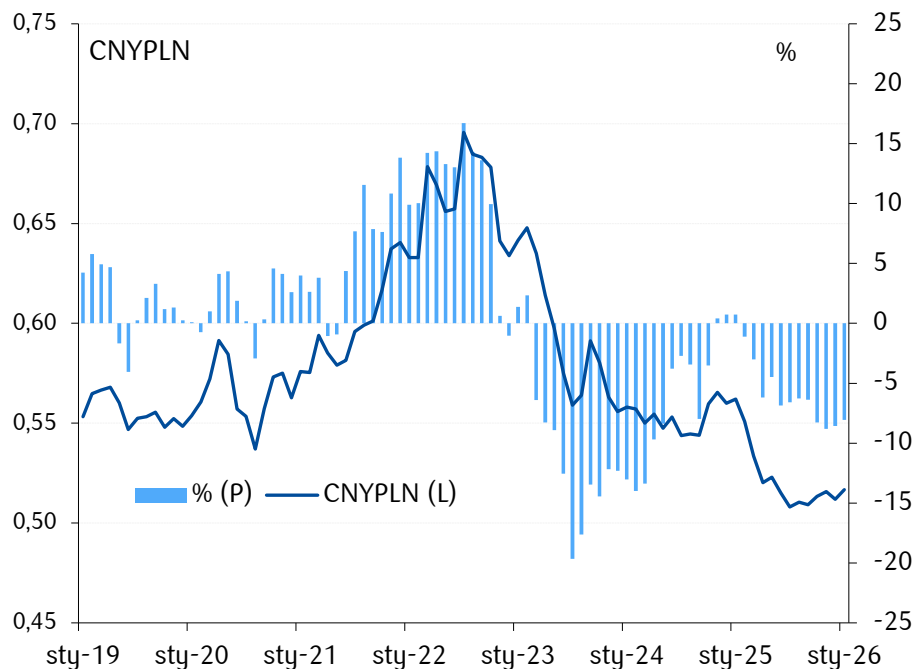
Impet inflacji bazowej (bez cen żywności i energii)



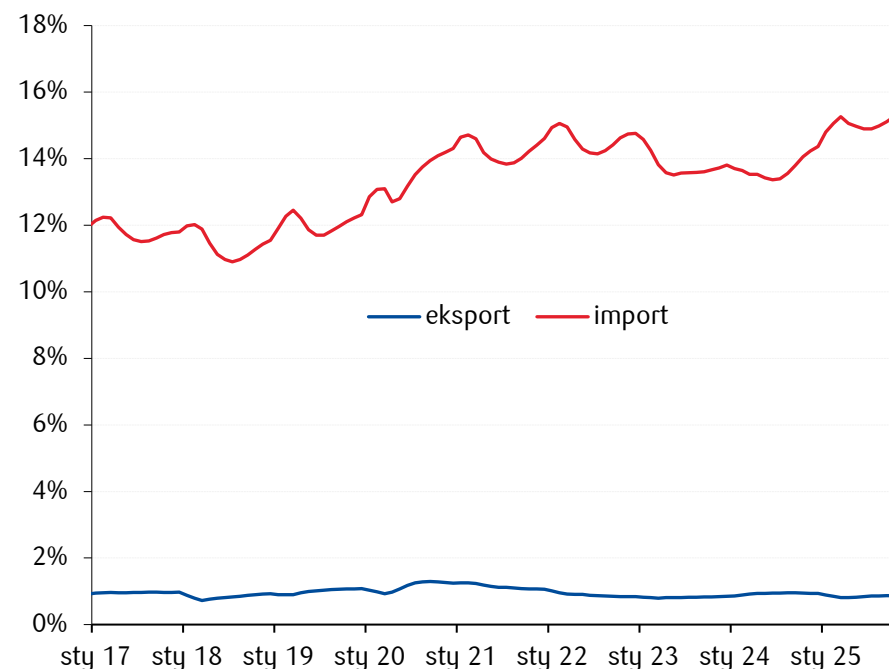
- **Najbardziej uporczywym wyzwaniem inflacyjnym była inflacja bazowa** (z wyłączeniem cen żywności i energii), której tempo spadku było wolniejsze od inflacji CPI i która od 2h25 utrzymuje się powyżej ogólnej miary procesów cenowych. **Także inflacja bazowa powróciła jednak do celu inflacyjnego NBP – od kwietnia 2025 utrzymuje się poniżej 3,5% r/r, od listopada 2025 – poniżej 3% r/r.**
- *Momentum*, pokazujące bieżące natężenie procesu wzrostu cen w komponentach bazowych, sukcesywnie się obniża. W ostatnich miesiącach krótkookresowa miara (3m) obniżyła się wyraźnie poniżej ujęcia półrocznego, co **w naszej ocenie zapowiada w krótkoterminowej perspektywie dalsze hamowanie inflacji bazowej.** Za niższą dynamiką cen w kategoriach bazowych będzie stało kilka czynników. Będą to m.in. procesy deflacyjne w wielu bazowych komponentach towarowych, utrzymujący się wciąż w części branż niedobór popytu, czy przefiltrowywanie się przez procesy cenotwórcze niższej dynamiki kosztów pracy.

Chińska ekspansja działa dezinflacyjnie także w Polsce

Kurs CNYPLN



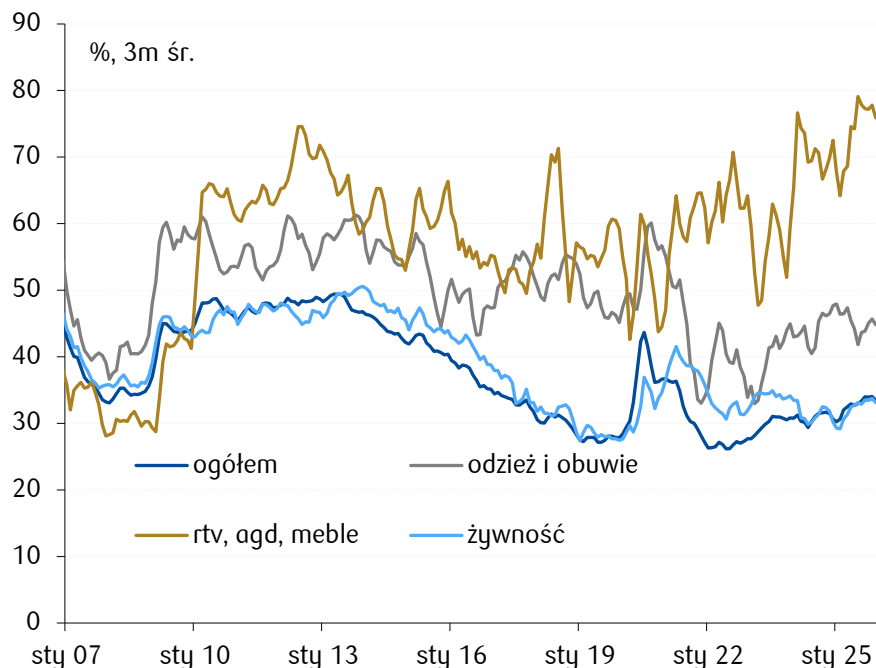
Udział Chin w polskim eksporcie i imporcie



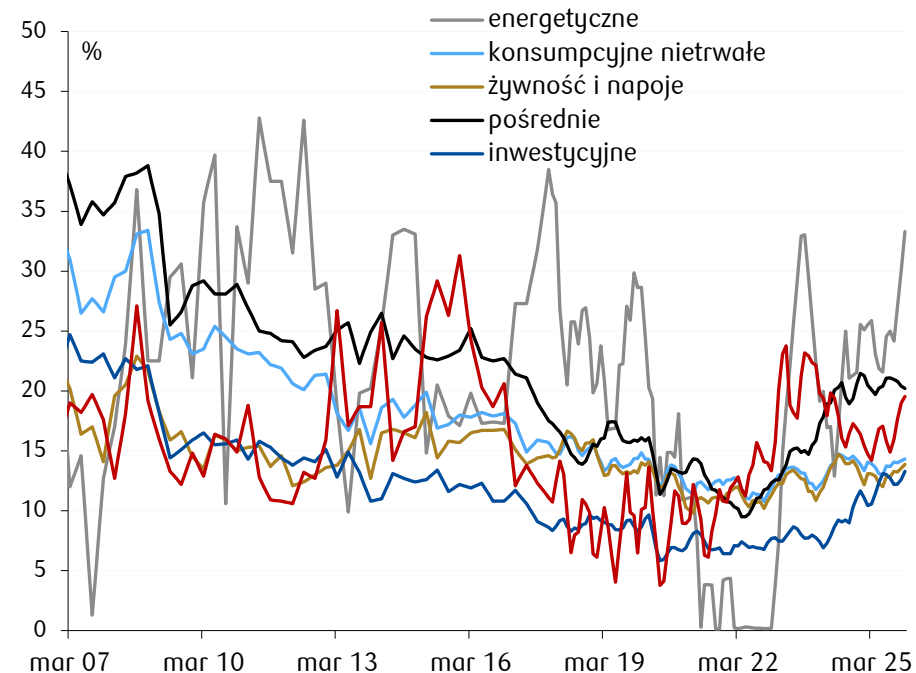
- Opisany przez nas na slajdach 8-16 proces ekspansji Chin na rynki zagraniczne, w tym wzmocnionego zainteresowania Chin rynkami europejskimi, które ostatnio obserwujemy, nie jest bez znaczenia także dla krajowych procesów cenowych.
- Na przestrzeni ostatnich lat wzajemne relacje handlowe Polski i Chin rozwijały się w dużo większym stopniu na linii importu do Polski niż zwiększania udziału krajowych producentów na chińskim rynku. Wzrost znaczenia importu z Chin przebiega falami. Wyraźny wzrost widać było m.in. w okresie Covid-19 (co głównie wiążemy ze strukturalnymi zmianami w krajowym popycie), od końca 2024 obserwujemy kolejną falę, intensyfikującą się w 2025.
- Ujemny wpływ rosnącego importu z Chin na inflację jest wzmacniany przez kształtowanie się kursów walutowych – w trakcie 2025 złoty wyraźnie zyskał względem juana, a w ujęciu r/r pod koniec 2025 skala tego umocnienia sięgała około 10%.

Konkurencję cenową wzmacnia relatywnie wysoka bariera popytu

Bariera popytu w badaniach koniunktury



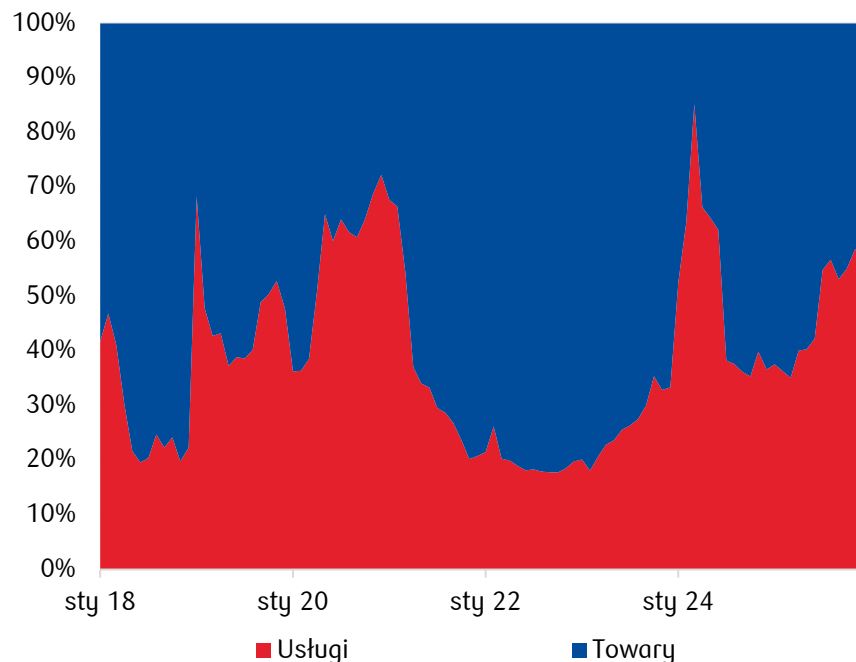
Odsetek wytwórców danej grupy dóbr, dla których konkurencyjny import jest barierą rozwojową



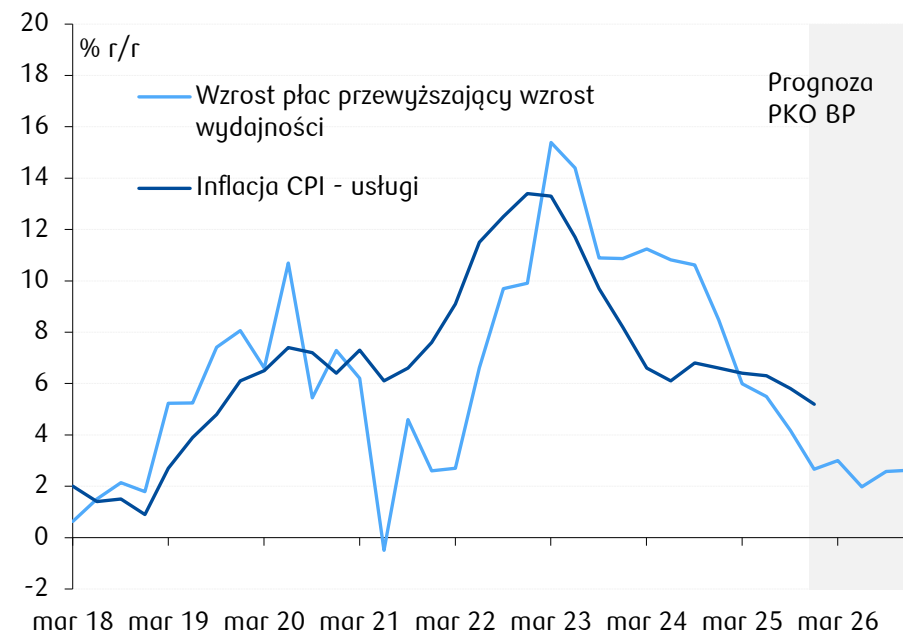
- Na poziomie wytwórców wyzwanie w postaci rosnącej konkurencji producentów zagranicznych na razie ma umiarkowany charakter, chociaż wśród producentów wszystkich typów dóbr odsetek firm wskazujących, że konkurencyjny import jest barierą rozwojową plasuje się powyżej średniej z ostatnich trzech lat. W największym stopniu powszechność tej bariery rozwojowej wzrosła wśród producentów dóbr energetycznych, na drugim miejscu są producenci dóbr inwestycyjnych.
- Czynnikiem, który może zwiększać dezinflacyjne oddziaływanie konkurencji importowej jest wciąż jedynie umiarkowanie silny popyt. Brak popytu, nawet przy stabilnej konkurencji, to czynnik utrudniający zwiększanie marż, a nawet utrzymywanie na stabilnym poziomie relatywnego poziomu cen. Odsetek detalistów wskazujących na barierę popytową rośnie od 2022, pomimo obserwowanego – zwłaszcza w 2025 – ożywienia konsumpcji. Z najsilniejszą barierą popytową mierzą się sprzedawcy sprzętu rtv, agd i mebli.

Nadal wysoka inflacja usług

Wkład cen towarów i usług do inflacji



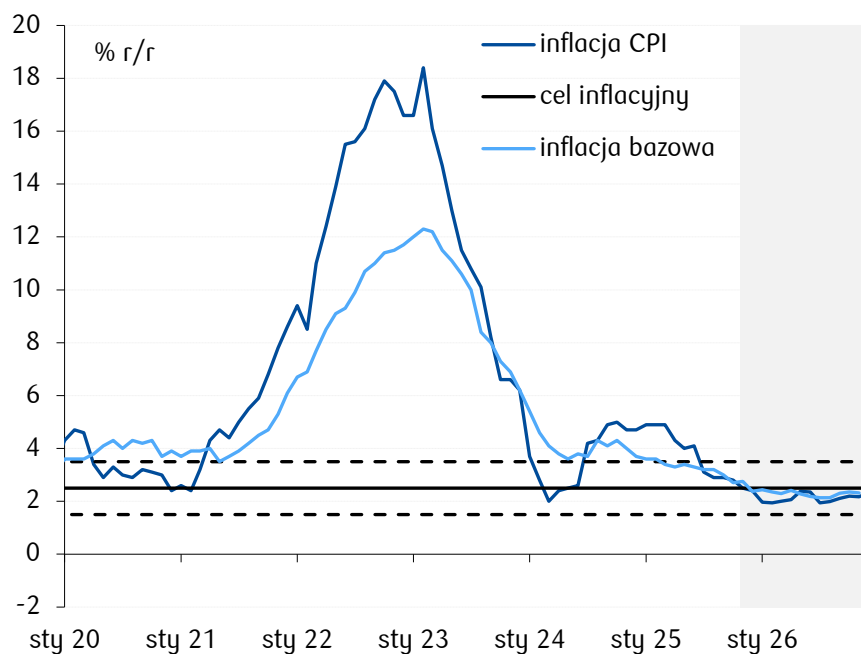
Relacja pomiędzy cenami usług a rynkiem pracy



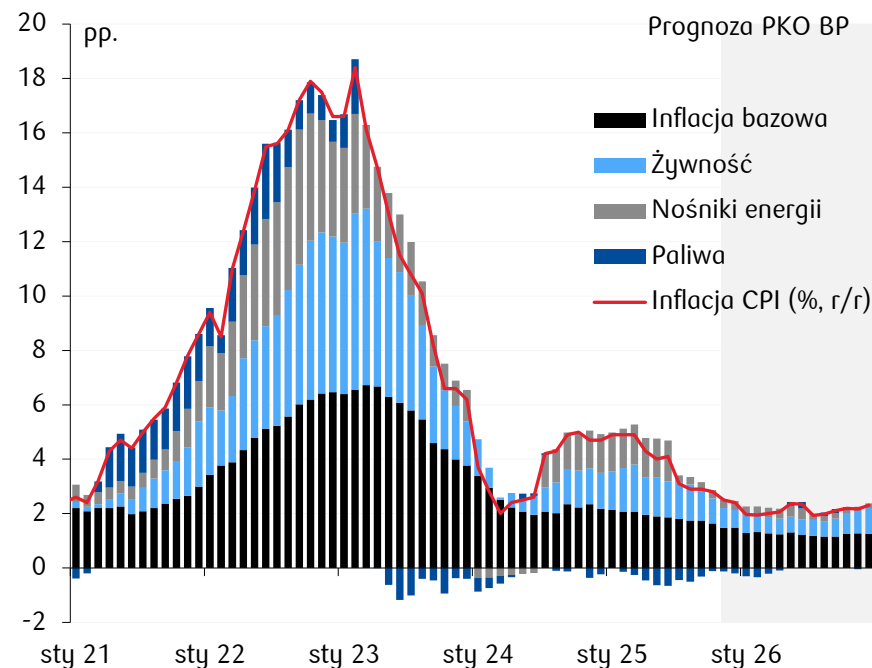
- Kluczowe znaczenie dla kształtowania inflacji bazowej a także najsilniejsze oddziaływanie proinflacyjne nadal mają usługi, które obecnie generują około 60% inflacji, chociaż ich waga w koszyku CPI to niecałe 30%.
- Silny wzrost cen usług odzwierciedlał zarówno czynniki podażowe – głównie dynamicznie rosnące koszty pracy, jak i popytowe – apetyt konsumentów na usługi rósł w ostatnim czasie silniej niż na towary. Obydwa czynniki normalizują się. Dynamika wynagrodzeń w 2025 wyraźnie wyhamowała, radykalnie zmniejszając dywergencję wobec tempa wzrostu produktywności. To będzie oddziaływało na kształtowanie cen usług w 2026, ograniczając kosztowy impuls do wzrostu cen. Jednocześnie obniżki stóp procentowych NBP zwiększają skłonność konsumentów do zakupu dóbr trwałych, spowalniając tempo wzrostu popytu na usługi. To także będzie działać ograniczająco na przestrzeń do podnoszenia ich cen. Impuls z rynku pracy jednak wygasa (dynamika płac stabilizuje się), co według nas zapowiada, że w 2h26 trend hamowania inflacji bazowej zatrzyma się.

Inflacja poniżej celu przez cały 2026?

Prognozowana ścieżka inflacji



Prognozowana struktura inflacji



- Oczekujemy, że na początku roku inflacja CPI obniży się, spychana przez korzystne ceny żywności i wciąż hamującą inflację bazową. W 2h26 oczekujemy trendu bocznego lub nawet nieznacznie wzrostowego. Będzie on wynikał z ponownego wzrostu inflacji żywności (efekt bazy w połączeniu z wygasaniem pozytywnych czynników podażowych), zahamowania spadku inflacji bazowej (stabilizacja dynamiki płac) i wygaśnięcia ujemnej kontrybucji paliw do inflacji.
- Przekładając ten scenariusz na konkretne poziomy, na początku 2026 widzimy przestrzeń do spadku inflacji do 2% r/r lub nawet nieznacznie poniżej tego poziomu. W 2h26, w tym głównie w 4q26, oczekujemy jej nieznacznych wzrostów, w kierunku 2,5% r/r.
- Prognozy inflacji (w zakresie poziomów, nie trendów) mogą ulec istotnej rewizji w marcu 2026, kiedy GUS przedstawi zrewidowane dane inflacyjne za styczeń. Tym razem skala rewizji może być ponad proporcjonalnie duża, bo będzie wynikać nie tylko z nowych wag, ale także z nowej klasyfikacji, według której zbierane są dane o wydatkach gospodarstw domowych oraz zmianach cen.

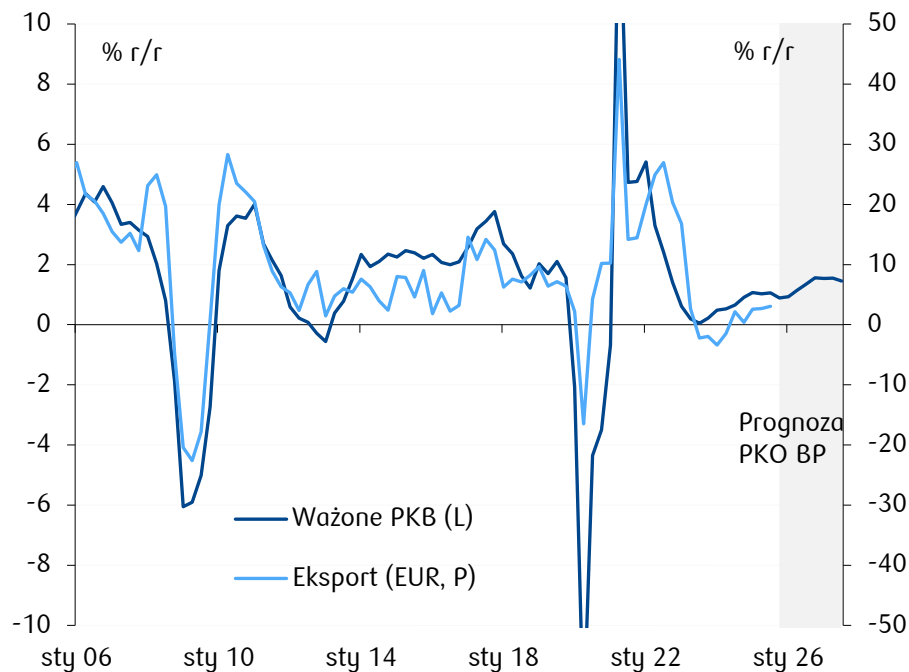


Bank Polski

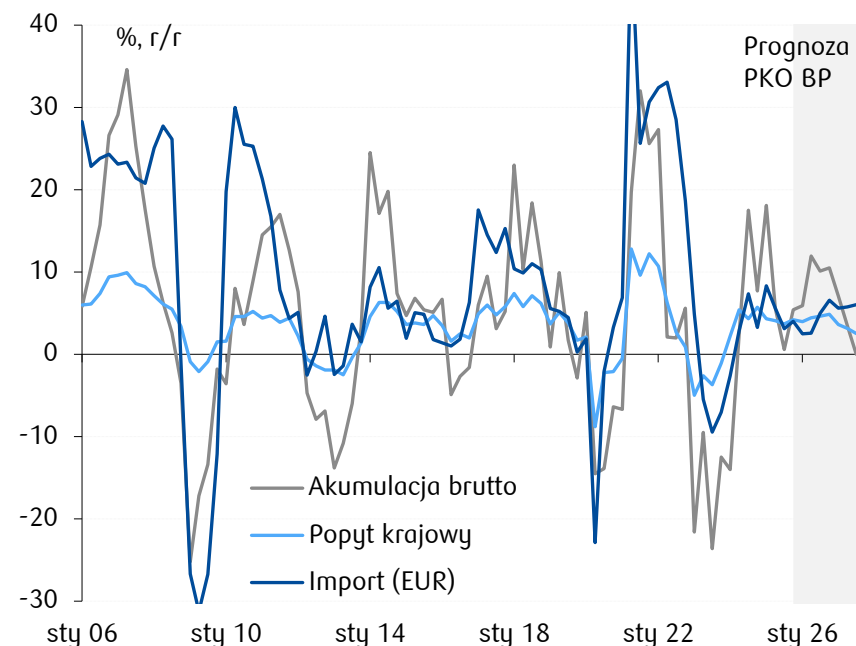
#10 Deficyt bieżący jeszcze się pogłębi

Przed nami lekkie ożywienie eksportu i importu

Eksport na tle wzrostu gospodarczego partnerów handlowych



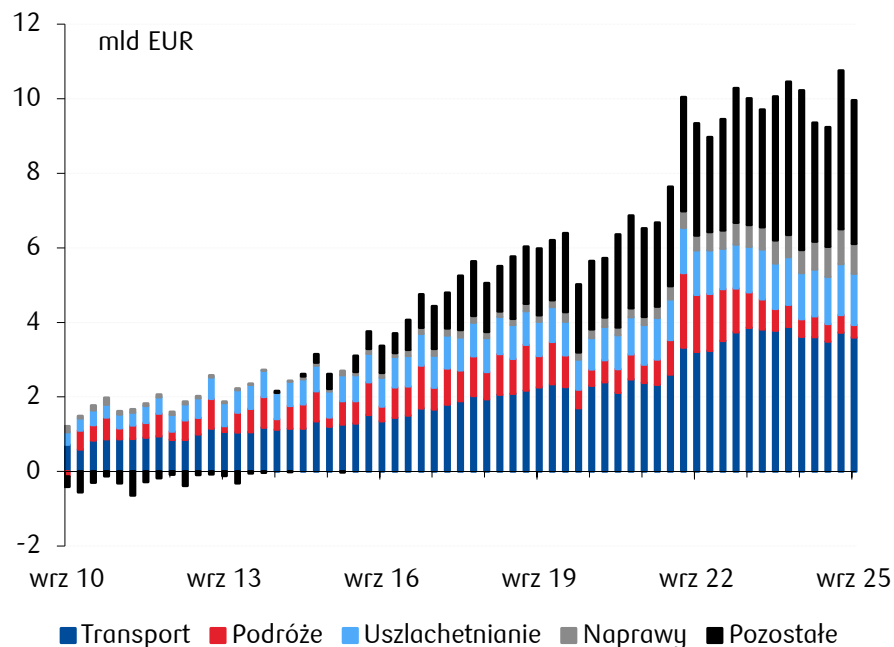
Import na tle popytu krajowego



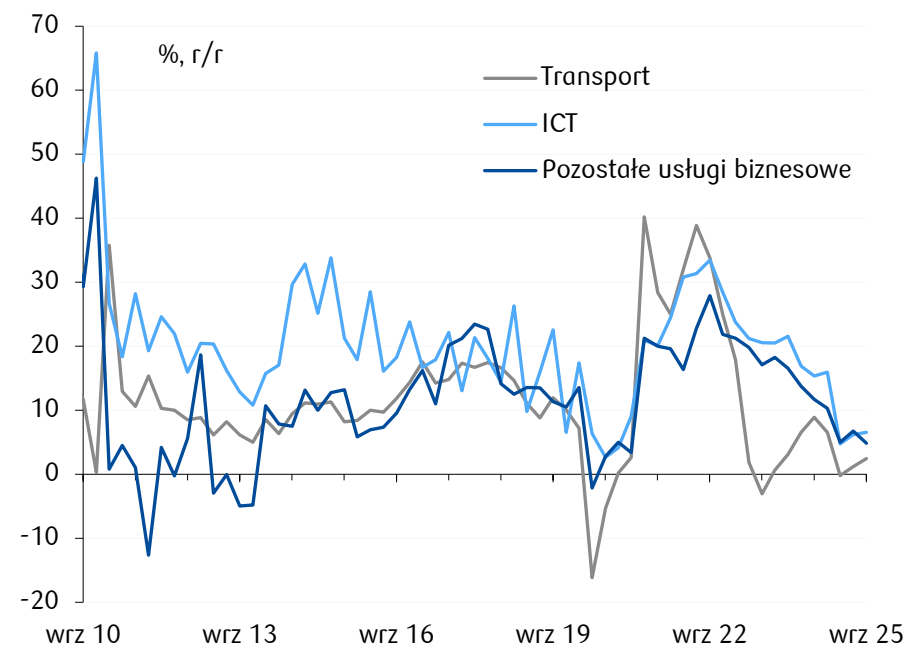
- W 2026 oczekujemy lekkiego odbicia dynamiki eksportu, za sprawą lepszych perspektyw gospodarczych głównych partnerów handlowych Polski, jednak do boomu eksportowego jest daleko. Czynnikiem ryzyka dla dynamiki eksportu są rachityczne ożywienie gospodarcze w Niemczech oraz rosnąca konkurencja na rynkach europejskich ze strony chińskich producentów.
- Import będzie podbijany przez rosnący popyt krajowy, w szczególności inwestycyjny, oraz możliwy wzrost importochłonności inwestycji, ze względu na rosnące znaczenie nakładów na obronność oraz w sektorze energetycznym.
- W 2026 deficyt towarowy pogłębi się według naszej prognozy do 1,7% PKB z 1,5% szacowanych w 2025.

Nadwyżka usługowa powoli się obniża

Struktura kwartalnego salda rachunku usługowego



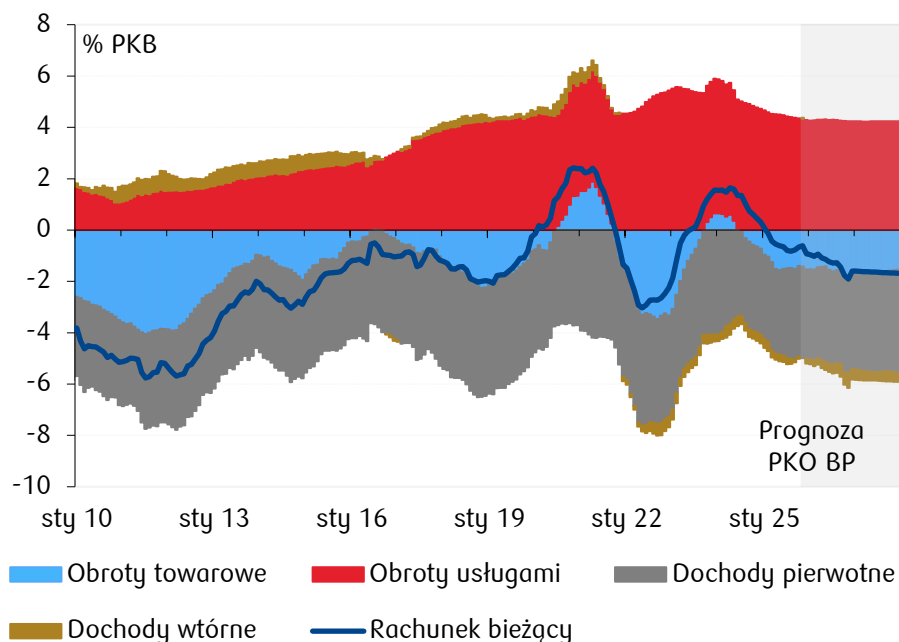
Dynamika eksportu wybranych usług



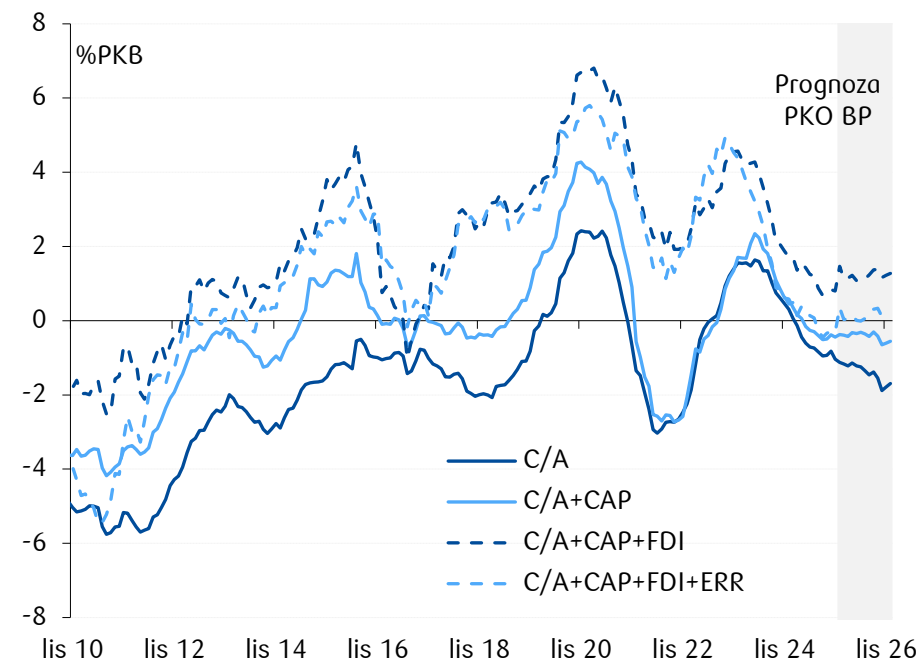
- Nadwyżka rachunku usługowego obniżyła się z 5,6% PKB na początku 2023 do 4,3% PKB w listopadzie 2025 (suma 12 miesięczna). Szczegółowe dane kwartalne pokazują w tym okresie stabilizację nominalnej wartości salda, do czego przyczyniły się spadek nadwyżki w podróżach, lekki wzrost uszlachetniania oraz zatrzymanie wzrostu w najistotniejszych kategoriach – transporcie oraz pozostałych usługach (w tym IT i biznesowych).
- Ostatnie kwartały przyniosły hamowanie dynamiki eksportu głównych kategorii usługowych - od połowy 2023 zatrzymał się wzrost eksportu usług transportowych, co można wiązać ze słabą kondycją europejskiego sektora wytwórczego oraz rosnącą konkurencją. Spadek dynamiki usług informatycznych i biznesowych był bardziej stopniowy i wynikał w naszej ocenie ze zmian strukturalnych w sektorze IT i spadającego zapotrzebowania na niektóre usługi programistyczne w związku z rozpowszechnianiem narzędzi AI. W naszej ocenie negatywne tendencje mają trwały charakter, dlatego oczekujemy dalszego stopniowego spadku nadwyżki na rachunku usługowym, która w ostatnich latach z powodzeniem równoważyła deficyt towarowy i w dochodach pierwotnych.

Stopniowy wzrost deficytu rachunku obrotów bieżących

Struktura rachunku obrotów bieżących



Miary nierównowagi zewnętrznej



- W 2026 przewidujemy dalszy stopniowy wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących – do 1,6% PKB z około 1% PKB w 2025. Pogorszenie salda bieżącego będzie złożeniem nieco głębszego niż w 2025 deficytu towarowego, mniejszej nadwyżki w handlu usługami oraz głębszych deficytów na rachunkach dochodów pierwotnych i wtórnych.
- Deficyt na rachunku obrotów bieżących nie będzie dowodem nierównowagi makroekonomicznej, a jego finansowanie zapewnią środki napływające na rachunek kapitałowy i zagraniczne inwestycje bezpośrednie.

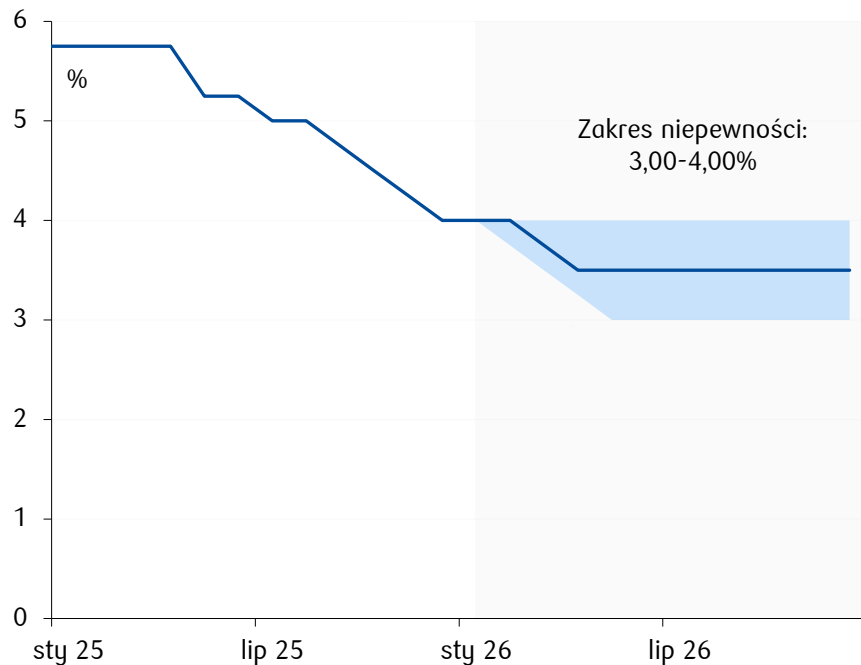


Bank Polski

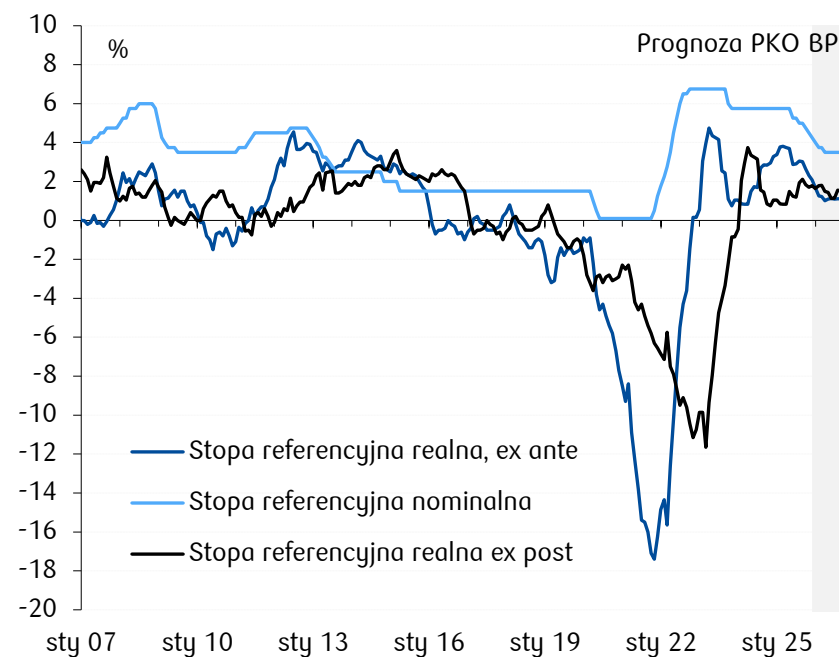
#11 Ostatni etap obniżek stóp procentowych NBP

Do jakiego poziomu spadną stopy procentowe w Polsce?

Bazowa prognoza stopy referencyjnej NBP vs zakres niepewności sygnalizowany przez członków RPP



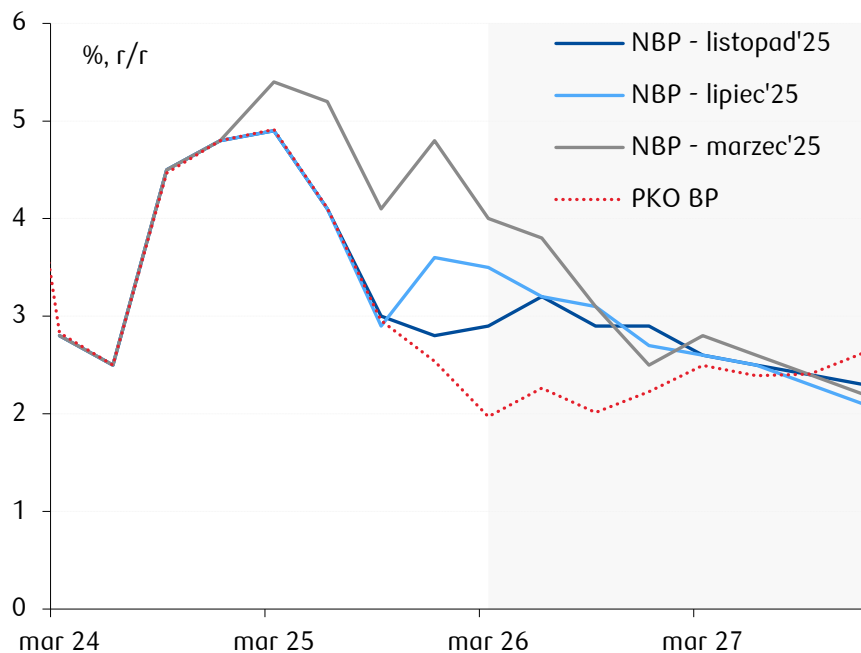
Prognoza nominalnej i realnej stopy referencyjnej



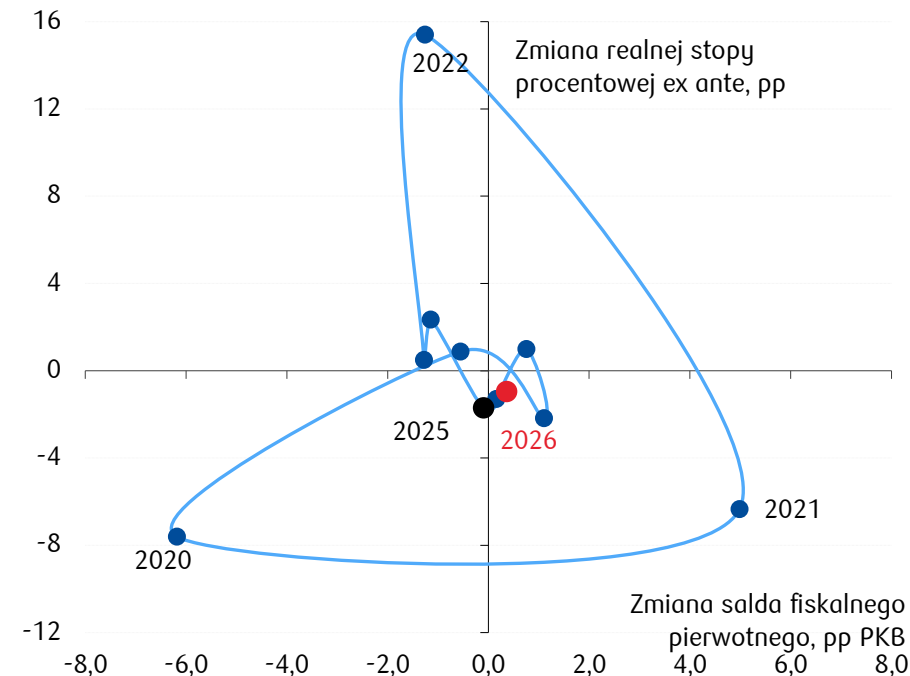
- Po obniżkach stóp w 2025 o 175pb (w tym stopy referencyjnej do 4,00%) w 2026 przestrzeń do obniżek jest już zdecydowanie mniejsza, ale nadal występuje. Mimo tak dużej skali łagodzenia polityki pieniężnej retoryka RPP pozostawała jastrzębią, przedstawiając obniżki jako dostosowanie do poprawiających się perspektyw inflacji. Strategia „jastrzębich obniżek” sprzyjała utrzymaniu wartości złotego.
- Docelowy poziom stopy referencyjnej, wg wypowiedzi członków RPP, może zawierać się w przedziale 3-4%. My podtrzymujemy prognozę spadku stopy referencyjnej do 3,50%. Ma to również uzasadnienie teoretyczne, jako złożenie neutralnej stopy procentowej (szacujemy ją na ok. 1%) oraz inflacji trwale wracającej do celu (2,5%). Rozkład ryzyka jest wg nas asymetryczny, skierowany w dół.

Kolejne pozytywne zaskoczenia inflacyjne powinny skłonić NBP do obniżek już w 1h26

Inflacja CPI – dane i prognoza PKO BP na tle ostatnich projekcji NBP



Polity mix polskiej gospodarki na przestrzeni ostatniej dekady



- **Ważnym powodem większej od oczekiwań skali obniżek stóp NBP w 2025 były systematyczne pozytywne zaskoczenia inflacyjne** – w 2025 miesięczne odczyty inflacji były niższe od konsensusu 8 razy na 12. Również każda kolejna projekcja inflacyjna NBP w 2025 była rewidowana w dół i ta tendencja się utrzyma – w 4q25 inflacja CPI była o 0,3pp niższa od wskazań ostatniej, listopadowej projekcji. Dalsze zaskoczenia skalą dezinflacji, które według nas nastąpią na początku 2026, mogą skłonić RPP do przyspieszenia kolejnych obniżek stóp i wycofania się z zapowiedzianej w grudniu strategii „wait-and-see”.
- **Uważamy, że potencjał do dalszych pozytywnych zaskoczeń inflacyjnych stopniowo się wyczerpuje, głównie ze względu na już niski poziom inflacji.** Opóźnienie obniżek stóp zwiększy wg nas prawdopodobieństwo zakończenia cyklu na poziomie 3,5%.
- Polityka fiskalna naszym zdaniem nie będzie miała wpływu na decyzje RPP w 2026, zwłaszcza, że płynący z niej impuls będzie lekko negatywny dla wzrostu i inflacji.

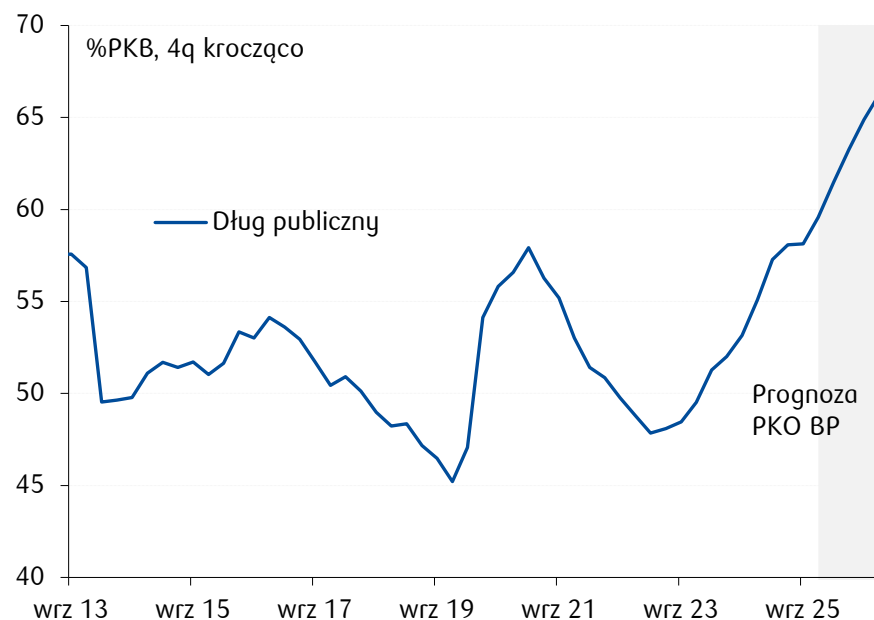


Bank Polski

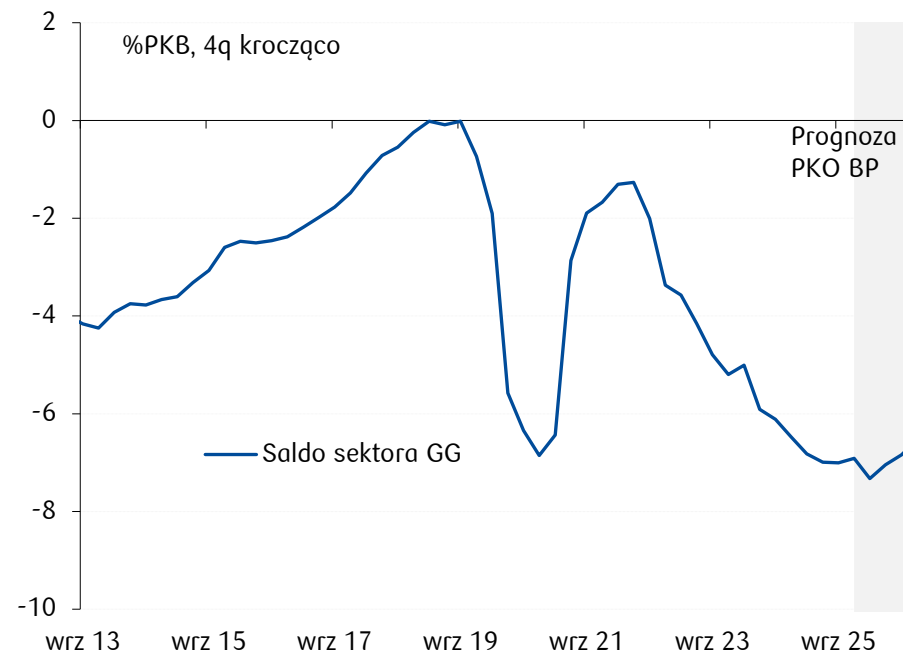
#12 Tkanie fiskalnej równowagi

Deficyt fiskalny nurkuje

Dług sektora GG



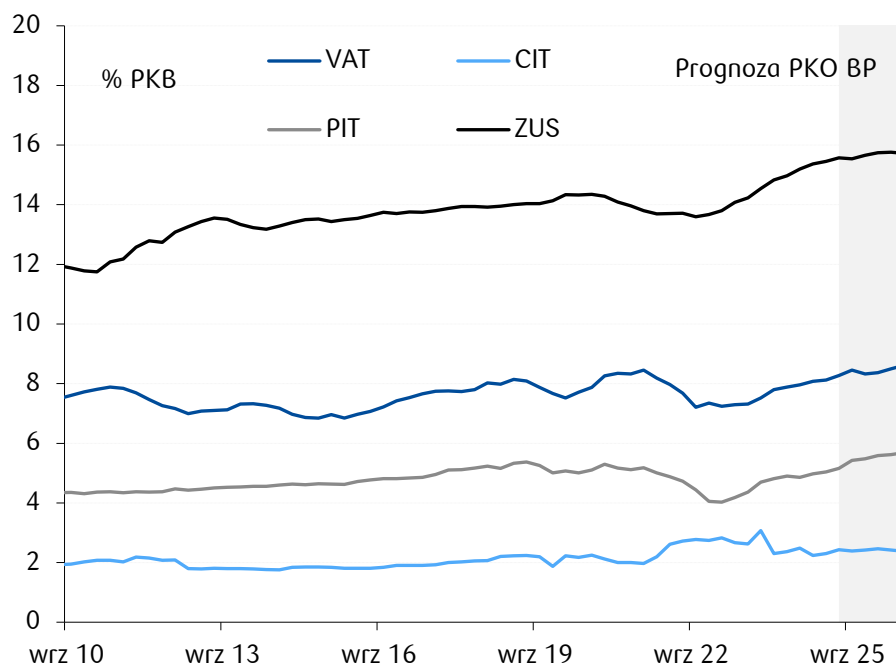
Saldo sektora GG



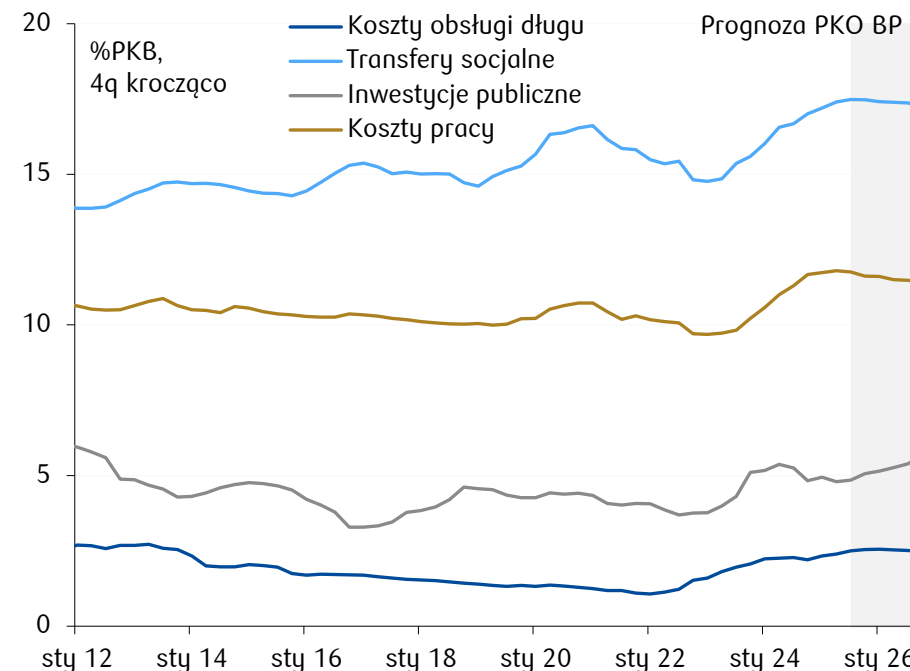
- **Rok 2026 ma być pierwszym od wielu lat, w którym nastąpi poprawa salda fiskalnego.** Według naszej prognozy deficyt sektora GG (*general government*) zmniejszy się do 6,5% PKB z 6,9% PKB w 2025, co będzie stanowić **pierwszy krok w kierunku konsolidacji fiskalnej**. Choć poprawa nie będzie znacząca, jest to początek pożądanego trendu.
- Dług publiczny, który w 2025 prawdopodobnie nie przekroczył jeszcze progu 60% PKB, w bieżącym roku osiągnie wartość powyżej tego progu i według naszych prognoz wzrośnie do nieco ponad 66% PKB. Wzrost ten ma częściowo charakter księgowy, który wynika z uwzględnienia pełnej kwoty pożyczkowej KPO w długi publiczny, co z góry determinuje wzrost potrzeb finansowania sektora publicznego.

Oczekiwana struktura wydatków i dochodów publicznych w 2026 bez większych zmian

Główne kategorie dochodów sektora GG



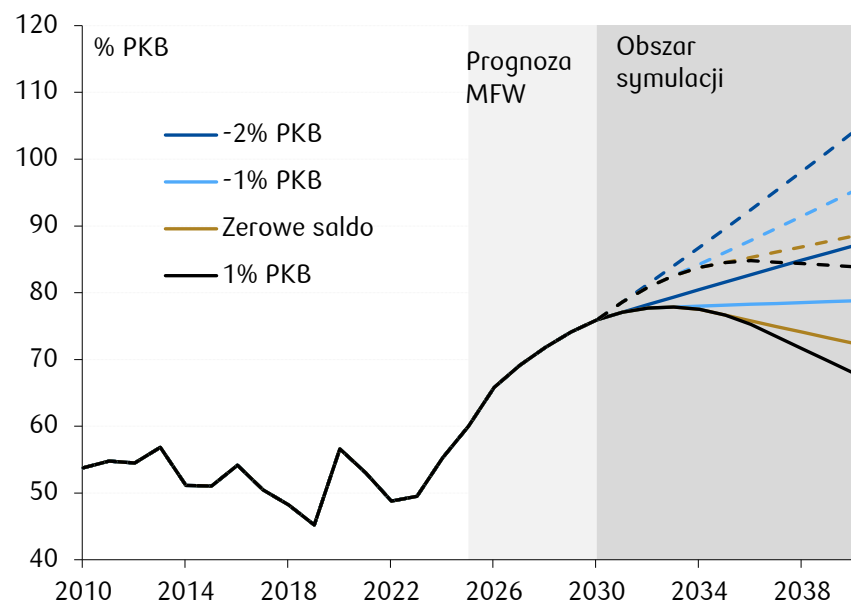
Główne kategorie wydatków sektora GG



- Analiza deficytu wskazuje na ograniczone zmiany po stronie dochodowej i wydatkowej w 2026. **Poprawa dochodów wynika głównie z silnego wzrostu gospodarczego**, a wprowadzane zmiany podatkowe mogą przynieść dodatkowe wpływy w wysokości maksymalnie 0,4% PKB. Jednak z powodu wet prezydenckich (dotyczących wyższych podwyżek stawek akcyzy i opłaty cukrowej) efekt ten może być jeszcze mniejszy.
- Po stronie wydatkowej oczekujemy wzrostu relacji inwestycji publicznych do PKB, podczas gdy pozostałe kategorie wydatków pozostaną stabilne lub będą nieznacznie spadać.

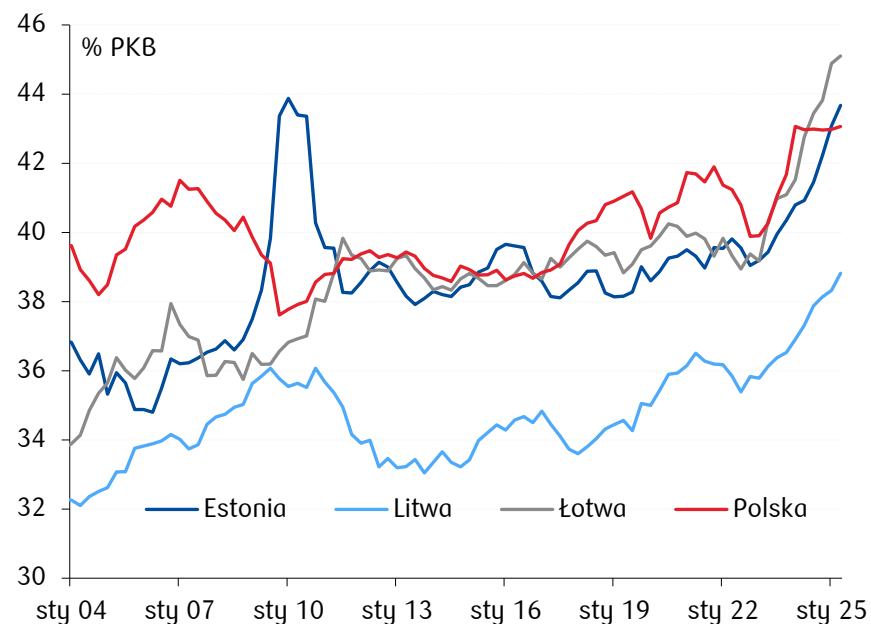
Konsolidujemy się

Projekcja długu publicznego w scenariuszach przyjętego salda pierwotnego*



*linie ciągłe oznaczają scenariusz pozytywny rozwoju gospodarczego (5% wzrostu nominalnego PKB), linie przerywane negatywny scenariusz (3% wzrostu nominalnego PKB).

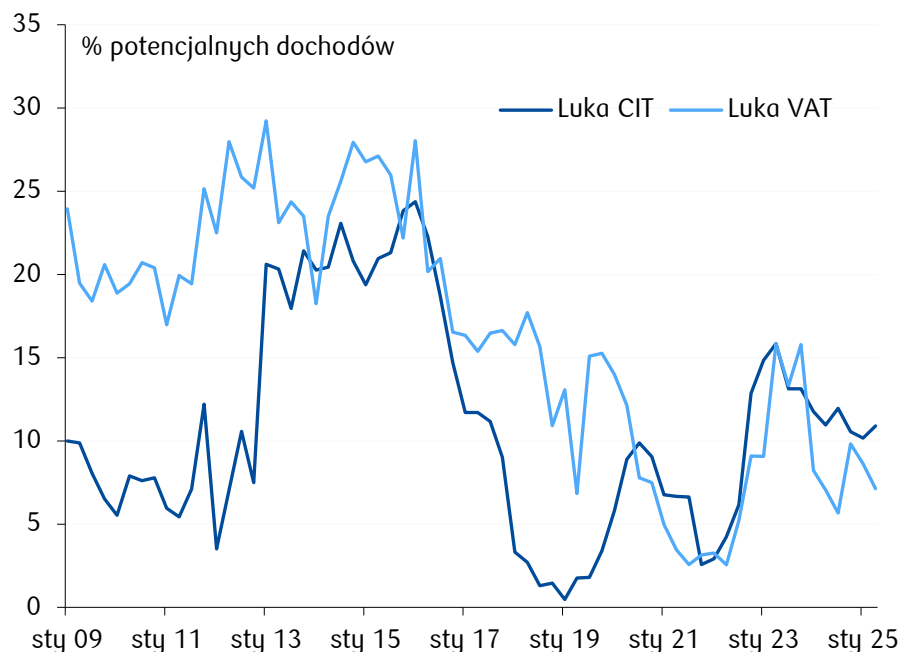
Dochody sektora GG wybranych państw



- Przeprowadzona symulacja określająca wymagany poziom salda pierwotnego, które prowadziłyby do stabilizacji długu publicznego w relacji do PKB w latach 2031-2040 wykazała, że **bez względu na przyjęte założenia, konieczna jest jego poprawa do poziomu -1% : +1% PKB**. To oznacza, że **przy obecnym deficycie niezbędne jest pozyskanie dodatkowych środków w wysokości 3,5%-5,5% PKB**. Samo zatrzymanie wzrostu długu jest jednak niewystarczające - kluczowa jest jego redukcja, aby zwiększyć odporność na przyszłe wstrząsy. Szczegóły tej analizy zostały przedstawione w Makro Focusie: [Przedwiośnie konsolidacji fiskalnej](#).
- W obliczu narastających napięć geopolitycznych, państwa bałtyckie, zwiększające wydatki na obronność, wdrożyły już reformy mające na celu poprawę salda fiskalnego.** Działania te mają ograniczyć przyrost długu publicznego, co stworzy dodatkową przestrzeń fiskalną w przypadku zwiększenia prawdopodobieństwa eskalacji konfliktu poza terytorium Ukrainy. Takie podejście pozwala na zachowanie elastyczności budżetowej w sytuacjach kryzysowych, jednocześnie wspierając stabilność makroekonomiczną.

Co można zrobić po stronie dochodowej?

Luki podatkowe



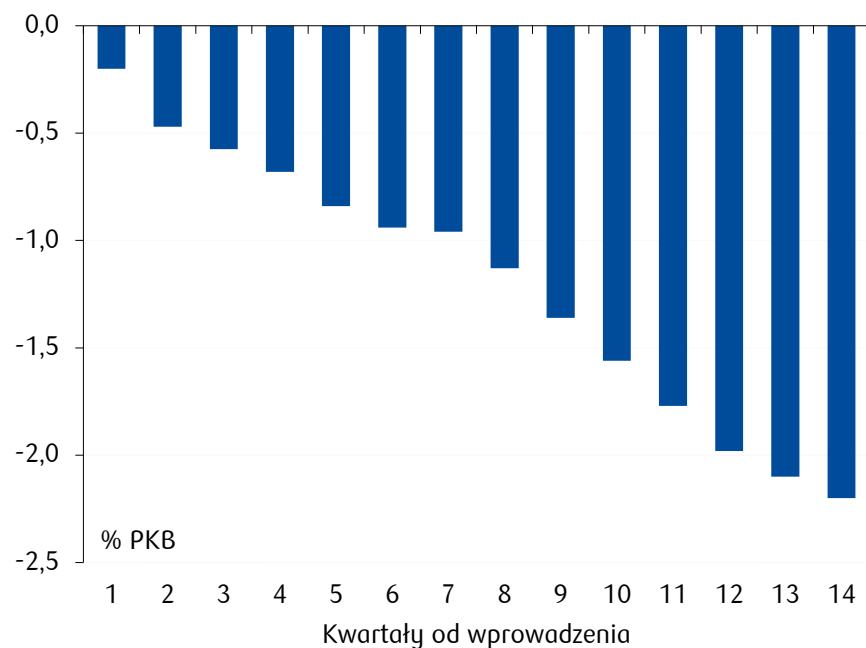
Skutki zmian stawek głównych podatków

Podatek	Dochód GG (% PKB)	Zmiana % realnego PKB	Zmiana % CPI	Okres oddziaływania
PIT	0,4	-0,3 -0,4	0,0 -0,3	w roku wprowadzenia po 4 latach
VAT	0,6	-0,2 -0,6	+0,3 +1,0	w roku wprowadzenia po 4 latach
CIT	0,2	-0,2 -0,5	+0,1 +0,3	w roku wprowadzenia po 4 latach

- **Rząd koncentruje się na zwiększaniu dochodów poprzez redukcję luk podatkowych.** W VAT, dzięki wdrożonym reformom, luka podatkowa zmniejszyła się z około 25% do poniżej 7% w 2024, co przełożyło się na wzrost dochodów o ok. 1% PKB. W podatku CIT, gdzie międzynarodowe korporacje często unikają opodatkowania poprzez transfer zysków za granicę, MF wprowadza narzędzia takie jak JPK_CIT oraz globalny minimalny podatek CIT. **Te działania będą miały potencjalne mniejsze korzyści niż do tej pory uzyskane.**
- **Głównym źródłem dochodów są kluczowe podatki, a ich podwyższanie może stanowić doraźne narzędzie zwiększania wpływów.** Nasze szacunki wskazują, że wzrost efektywnych stawek podatkowych będzie miał zróżnicowany wpływ na gospodarkę, w zależności od rodzaju podatku. Oprócz przedstawionych działań, istnieje szereg innych rozwiązań mogących poprawić stronę dochodową budżetu. **Optymalna strategia konsolidacji powinna opierać się na zrównoważonym połączeniu różnych instrumentów, z priorytetem dla grup i sektorów dotychczas najmniej obciążonych podatkowo.**

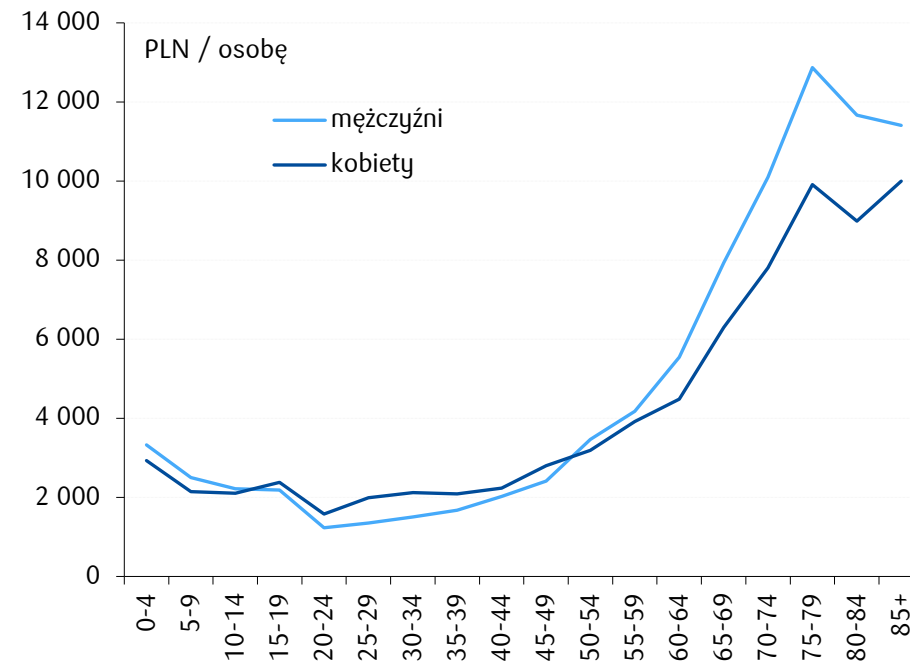
Co można zrobić po stronie wydatkowej?

Zmiana wydatków sektora GG w związku z mrożeniem niektórych wydatków*



* Brak wzrostu funduszu wynagrodzeń w sektorze GG, 3% r/r wzrostu świadczeń społecznych.

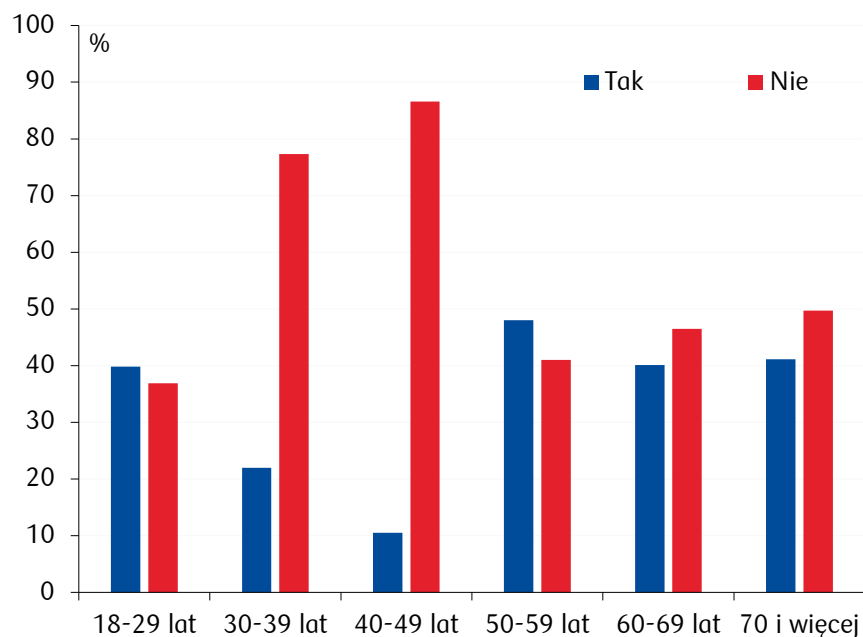
Koszt leczenia pacjenta dla NFZ ze względu na wiek pacjenta w 2023



- **Konsolidację fiskalną można również prowadzić po stronie wydatkowej.** Najbardziej restrykcyjny sposób ograniczenia wydatków to „zamrożenie” części budżetu: brak waloryzacji płac w sektorze rządowym i minimalna waloryzacja świadczeń (3% r/r). Choć rozwiązanie to wiąże się z ryzykiem napięć społecznych i spadku jakości usług, daje szybkie efekty fiskalne. Symulacje wskazują poprawę salda GG o ok. 0,7% PKB w pierwszym roku i do 2,2% PKB w średnim okresie.
- **Reformy nie muszą dotyczyć tylko bezpośredniego ograniczania wydatków, lecz poprawy ich efektywności.** W obszarze świadczeń socjalnych możliwe jest lepsze ukierunkowanie pomocy – ograniczenie powszechnych transferów na rzecz wsparcia najuboższych. W ochronie zdrowia akcentuje się zwiększenie efektywności wydatków: konsolidację szpitali, rozwój opieki długoterminowej i ambulatoryjnej, wzmocnienie kadry oraz profilaktykę, aby rosnące potrzeby nie wymagały jeszcze większych nakładów. Jest to szczególnie ważne w obliczu starzejącego się społeczeństwa.

Co na to suweren?

Czy wprowadzić tymczasowy podatek na obronność?*



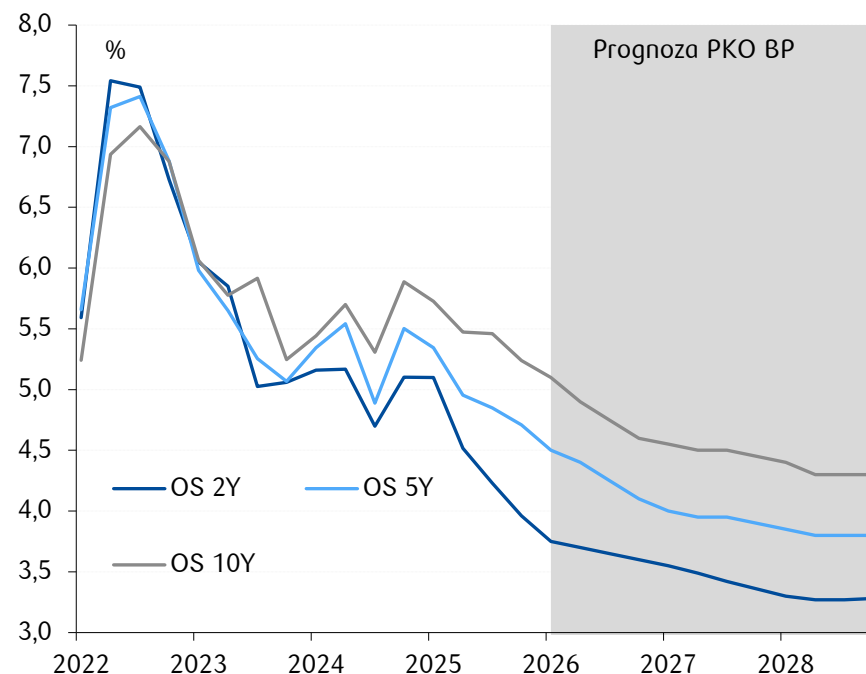
Jakie zmiany w podatkach i wydatkach są postrzegane jako najbardziej prawdopodobne?*

Strona	Kategoria	Wszystkie kraje	Polska	Niemcy	Węgry	Francja	USA
Cięcia wydatków	Edukacja	53	51	54	52	47	62
	Emerytury i świadczenia	52	48	51	36	49	56
	Programy społeczne	58	53	65	57	44	61
	Obrona	38	50	26	31	50	43
Podwyżki podatków	Gospodarstwa domowe o średnich dochodach	74	70	75	71	73	71
	Gospodarstwa domowe o wysokich dochodach	62	76	62	48	56	62
	Wszystkie gospodarstwa domowe	59	63	57	61	53	54
	Małe przedsiębiorstwa	65	72	64	77	57	65
	Duże korporacje	58	62	52	65	53	56
	Podatek majątkowy / dochodowy	61	77	46	54	51	62
	Podatek od sprzedaży	64	73	64	57	66	67

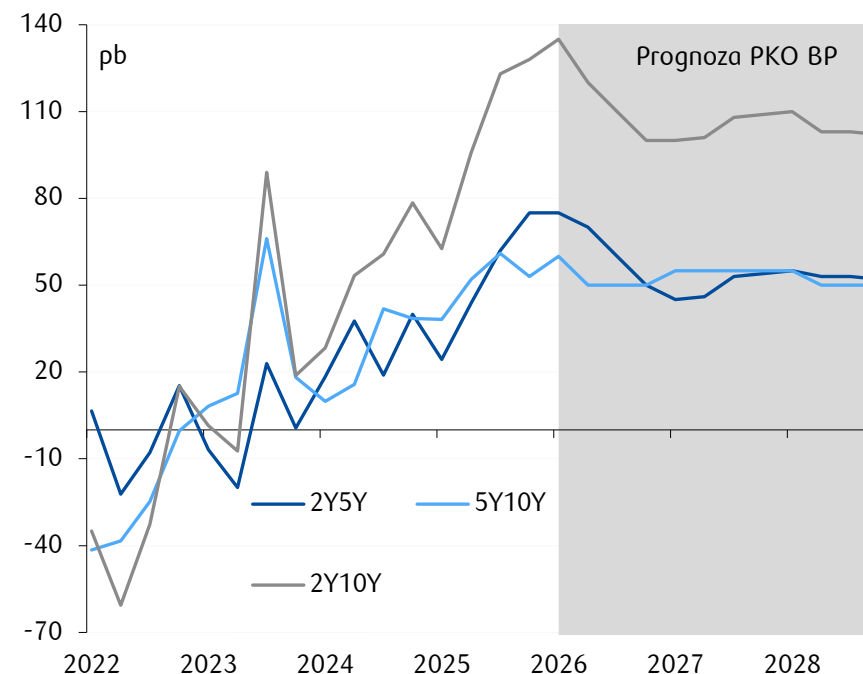
- Wyniki badań ankietowych ujawniają zróżnicowane nastroje społeczne dotyczące zwiększania obciążeń podatkowych w celu finansowania wydatków na obronność. Według sondażu przeprowadzonego na zlecenie [Rp](#)*, **większość respondentów opowiada się przeciwko wprowadzeniu tymczasowego podatku na cele obronne**. Analiza struktury wiekowej wskazuje, że największy sprzeciw wyrażają osoby w wieku produkcyjnym, które najpewniej obawiają się, że ewentualne podwyżki podatków dotkną przede wszystkim ich dochody z pracy.
- Jednocześnie inne [badanie](#)**, w którym szczegółowo zapytano o preferowane kierunki działań rządu, ujawnia, że **społeczeństwo skłania się ku zwiększeniu opodatkowania majątków oraz najzamożniejszych obywateli - grupy dotychczas najmniej obciążonej podatkowo**. Badanie sugeruje również, że rząd raczej będzie decydował się na podnoszenie stawek podatkowych niż na redukcję wydatków.

Rentowności polskich papierów skarbowych zostaną w trendzie spadkowym

W 2026 notowania 10-letnich polskich obligacji powinny zbliżyć się do 4,6%



Spread 2Y10Y ma przestrzeń do spadku w okolice 100 pb.



- Prognozujemy, że w 2026 rentowności 2-letnich polskich obligacji spadną do 3,6%, 5-letnich do 4,1% a 10-letnich do 4,6%. Zakładamy tym samym, że dojdzie do wypłaszczenia się krzywej dochodowości. Naszym zdaniem spread 2Y10Y zawęży się w pobliżu 100pb, a asset swap spread w sektorze 10 lat utrzyma się w pobliżu 100pb.
- Za niższymi rentownościami polskich obligacji przemawiają prognozowany przez nas spadek stóp procentowych NBP, krajowe dane makroekonomiczne potwierdzające ustabilizowanie się inflacji blisko celu banku centralnego, umiarkowana presja płacowa, solidny popyt na papiery dłużne, a także oczekiwany spadek rentowności obligacji amerykańskich. Dynamikę pozytywnych zmian notowań ograniczą wysoka podaż papierów na rynku pierwotnym, ryzyko obniżenia ratingu Polski w trakcie roku i wyraźna poprawa koniunktury gospodarczej.

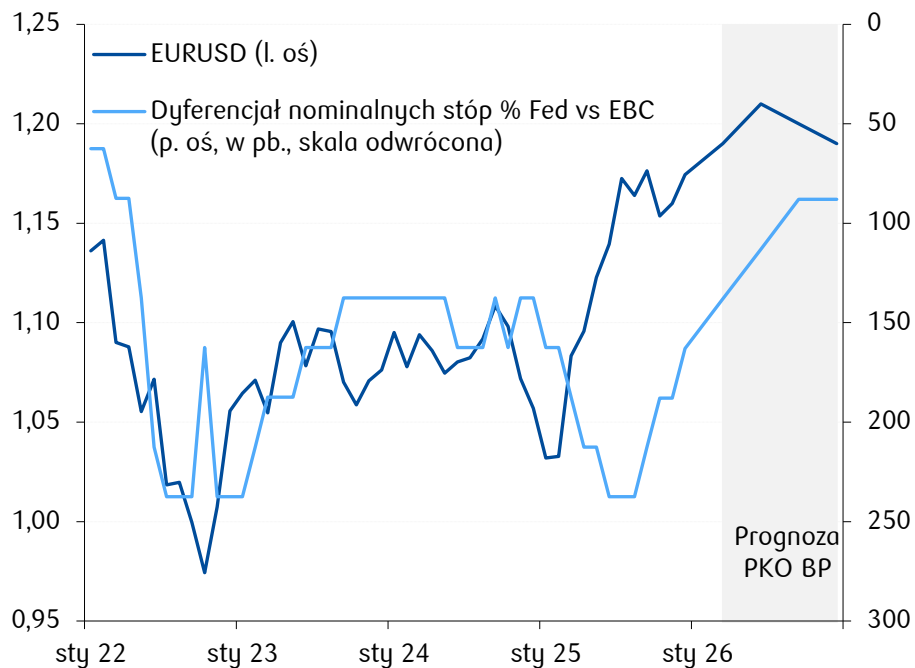


Bank Polski

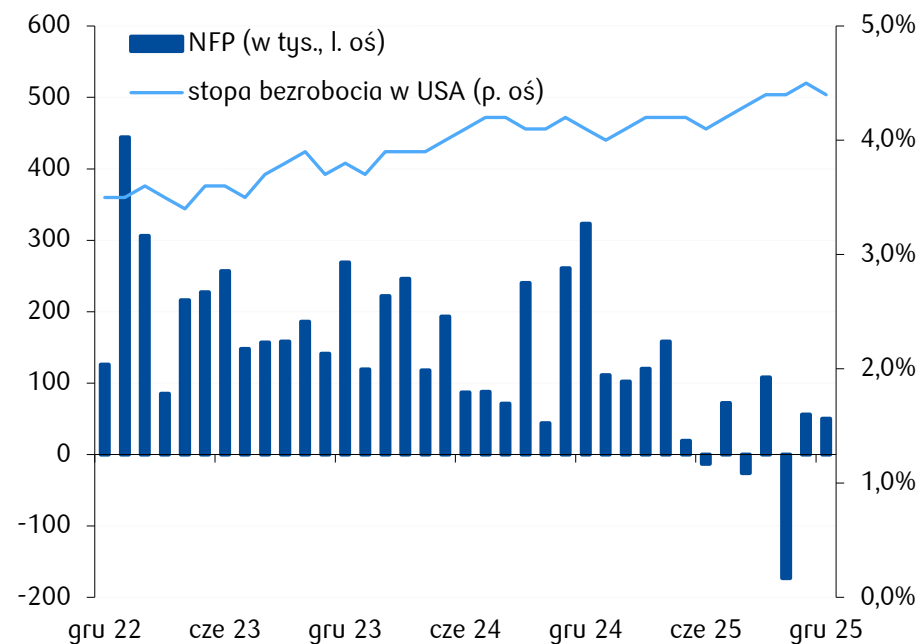
#13 Dalsze osłabienie dolara

W I połowie 2026 kurs EURUSD wzrośnie do 1,21

Kurs EURUSD vs dyferencjał stóp procentowych
Fed i EBC



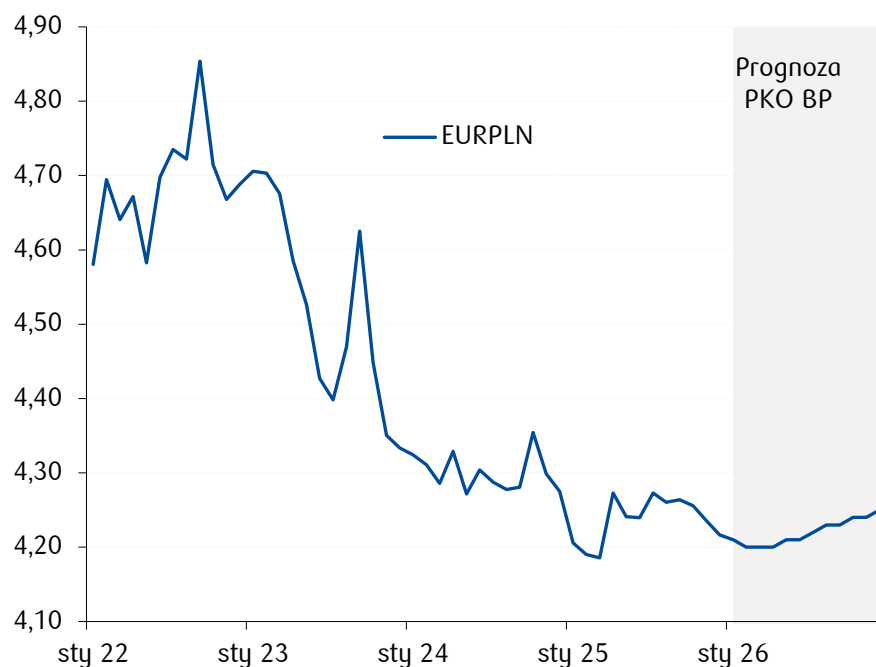
Kondycja rynku pracy w USA



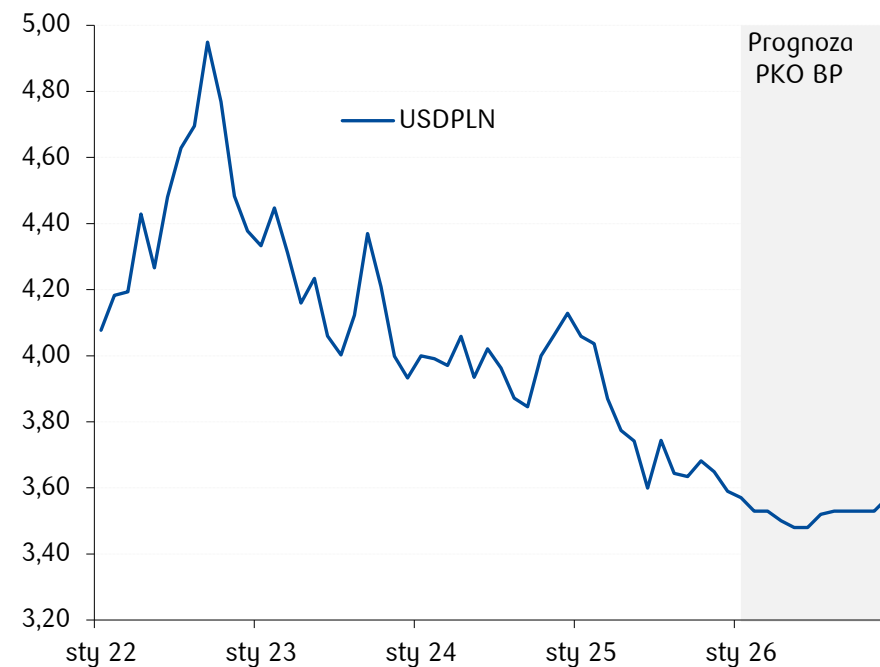
- Zakładamy, że w I połowie 2026 dolar osłabi się, co przełoży się na wzrost kursu EURUSD do 1,21 w 2q26.
- Główną przyczyną deprecjacji amerykańskiej waluty będzie wzrost rynkowych oczekiwań na głębsze obniżki stóp procentowych w USA względem obecnych wycen co – przy zakładanej przez nas stabilizacji stóp EBC – zmniejszy różnicę w oprocentowaniu między USA a strefą euro. Podstawą tych oczekiwań będzie pogorszenie się kondycji amerykańskiego rynku pracy. Dodatkowo, zmiany personalne w FOMC w 1h26 mogą skłonić rynek do dyskontowania jeszcze bardziej gołębiego nastawienia Komitetu.

Potencjał aprecjacyjny złotego wygaśnie w połowie 2026

Prognoza kursu EURPLN



Prognoza kursu USDPLN



- Prognozujemy spadek kursu EURPLN do 4,20 oraz USDPLN do 3,48 w 1h26, a następnie ich stopniowy wzrost odpowiednio do 4,25 oraz 3,57 na koniec 2026.
- W I połowie 2026 umocnieniu złotego sprzyjać będą solidne fundamenty polskiej gospodarki, w tym przyspieszenie wzrostu PKB oraz korzystne dla walut rynków wschodzących otoczenie zewnątrz, w szczególności globalnie słabszy dolar. Aprecjację PLN hamować będzie postępująca kompresja spreadu stóp procentowych pomiędzy Polską a rynkami bazowymi oraz wynikający z niej spadek atrakcyjności strategii „carry trade” na PLN.
- W II połowie 2026 oczekujemy stopniowej deprecjacji PLN wskutek pogorszenia sytuacji fiskalnej kraju i globalnego sentymentu inwestycyjnego, przy jednoczesnej aprecjacji USD.



Bank Polski

Prognozy makroekonomiczne i rynkowe

Prognozy makroekonomiczne

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P
Sfera realna							
Realny PKB (%, r/r)	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,0	3,5	3,7
Popyt krajowy (%, r/r)	-2,8	8,6	4,8	-3,0	4,5	4,1	4,5
Sprzedaż krajowa (pp)	-1,5	4,7	3,3	2,2	3,2	3,8	4,6
Inwestycje (%, r/r)	-3,0	1,5	1,7	12,7	-0,9	5,9	12,0
Konsumpcja prywatna (%, r/r)	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,5	3,4
Zapasy (pp)	-1,1	3,4	1,4	-4,6	1,0	0,1	-0,3
Eksport netto (pp)	0,6	-1,2	0,6	2,6	-1,2	-0,4	-0,7
Eksport (%, r/r)	-1,1	12,3	7,4	3,7	2,0	4,0	4,2
Import (%, r/r)	-2,5	16,3	6,8	-1,5	4,5	5,2	5,8
Rynek pracy							
Zatrudnienie (%, r/r, przec., przeds.)	-1,2	0,5	2,4	0,3	-0,4	-0,8	0,1
Stopa bezrob. (%, koniec okresu)	6,8	5,8	5,2	5,1	5,1	5,7	5,7
Płace (%, r/r, przec., sekt. przed.)	4,8	8,8	12,9	11,9	11,2	7,9	6,3
Procesy inflacyjne							
Inflacja CPI (%)	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	2,1
Inflacja bazowa (%)	3,9	4,1	9,1	10,1	4,3	3,3	2,3
Polityka pieniężna							
Stopa referencyjna NBP (%)	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00	3,50
Stopa lombardowa NBP (%)	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	4,00
Bilans płatniczy							
Rachunek obr. bież.(% PKB)	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-0,9	-1,6
Saldo handlowe (% PKB)	1,3	-1,3	-3,3	0,6	-0,7	-1,5	-1,7
Polityka fiskalna							
Deficyt publiczny (ESA2010, %PKB)	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,5	-6,9	-6,5
Dług publiczny (ESA2010, % PKB)	56,6	53,0	48,8	49,5	55,1	59,6	66,3
Agregaty monetarne (skor. o FX)							
Depozyty (%, r/r)	13,2	10,8	5,4	10,6	9,8	8,0	5,8
Kredyty (%, r/r)	-0,8	4,8	0,9	1,2	5,3	5,4	6,9

Prognozy kursów walutowych

	1q25	2q25	3q25	2025	1q26	2q26	3q26	2026
Kursy walutowe								
EUR/USD	1,08	1,17	1,17	1,18	1,19	1,21	1,20	1,19
EUR/PLN	4,18	4,24	4,27	4,23	4,20	4,21	4,23	4,25
USD/PLN	3,86	3,62	3,63	3,60	3,53	3,48	3,53	3,57
CHF/PLN	4,39	4,53	4,56	4,54	4,47	4,43	4,41	4,38
EUR/CHF	0,96	0,93	0,93	0,93	0,94	0,95	0,96	0,97
GBP/PLN	5,00	4,95	4,88	4,84	4,80	4,77	4,76	4,79

Dane kontaktowe:

Piotr Bujak
Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu
piotr.bujak@pkobp.pl
tel: +48 22 521 80 84

Biuro Analiz Makroekonomicznych:

Marta Petka-Zagajewska, Dyrektor Biura
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel: +48 691 335 426

Urszula Kryńska, Kierownik Zespołu
urszula.krynska@pkobp.pl
tel: + 48 722 060 794

Szymon Fabiański
szymon.fabianski@pkobp.pl
tel: +48 722 051 585

Kamil Pastor
kamil.pastor@pkobp.pl
tel: +48 723 670 836

Agnieszka Pierzak
agnieszka.pierzak@pkobp.pl
tel: +48 666 823 657

Michał Reczek
michal.reczek@pkobp.pl
tel: +48 783 552 546

Anna Wojtyniak-Stefańska
anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl
tel: +48 698 635 126

dr Mariusz Dziwulski (Biuro Analiz Sektorowych)
mariusz.dziwulski@pkobp.pl
tel: +48 785 065 543

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, Dyrektor Biura, CFA
mariusz.adamiak@pkobp.pl
tel: +22 580 32 39

dr Sławomir Bembenik, CFA
slawomir.bembenik@pkobp.pl
tel: +22 580 32 39

dr Mirosław Budzicki
miroslaw.budzicki@pkobp.pl
tel: +22 521 87 94

Andrzej Kiedrowicz
andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl
tel: +48 722 020 635

Tomasz Marek
tomasz.marek@pkobp.pl
tel: +48 785 065 512

Zastrzeżenia prawne

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.