

Kwartalnik Ekonomiczny

1q26

Analizy Makroekonomiczne

30 marca 2026



Centrum
Analiz



Złotowłosa w siłach geopolityki

- **Wybuch wojny w Iranie stanowi trzeci w ciągu zaledwie 6 lat silny szok uderzający w globalną gospodarkę.** W obliczu niedawnych bolesnych doświadczeń inflacyjnych, budzi obawy, że procesy cenowe znowu wyrwą się spod kontroli, uderzając we wzrost gospodarczy. Obecnie korzystniejszy jest stan wyjściowy gospodarek – z niższą bieżącą inflacją, chłodniejszym rynkiem pracy, ujemną luką popytową i co najmniej neutralną polityką pieniężną. Dlatego w bazowym scenariuszu dla USA, strefy euro i Chin jesteśmy wciąż dalecy od pesymizmu – oczekujemy tylko nieco ostrzejszej polityki pieniężnej, przy inflacji pod kontrolą i utrzymaniu gospodarek na trajektorii wzrostowej.
- **Geopolityczny szok zaburza „złotowłosy” obraz krajowej gospodarki, ale na razie go nie przekreśla.** Optymistyczne założenia co do wzrostu PKB bazowały na stymulowanych środkami UE inwestycjach i stabilnie rosnącej konsumpcji. Wrażliwość „unijnych” inwestycji na ceny ropy i niepewność jest istotnie mniejsza niż projektów prywatnych. Konsumenci z kolei zyskają ochronę inicjatywy CPN, a dodatkowo mogą wygładzić ścieżkę wzrostu swoich wydatków, ograniczając rosnącą w ostatnich kwartałach stopę oszczędności. Na razie nasza rewizja wzrostu PKB na ten rok jest symboliczna (-0,2pp).
- **Rynek pracy to segment o najmniejszej wrażliwości na skutki szoku, więc w jego wypadku nie zmieniamy istotnie prognoz.** Oczekujemy stabilizacji dynamiki płac w okolicy 6% r/r. Przestrzeń do wzrostu presji płacowej jako reakcji na wyższą inflację ogranicza niemrawy popyt na pracę, utrzymujący zatrudnienie i stopę bezrobocia na relatywnie stabilnym poziomie.
- **Główny kanał oddziaływania szoku naftowego na gospodarkę to inflacja.** Wejście w życie działań ograniczających ceny paliw redukuje skalę rewizji w górę prognozy inflacji o ok. 0,5pp. Dzięki temu **inflacja powinna utrzymać się w przedziale dopuszczalnych odchyleń od celu NBP**, chociaż bilans czynników ryzyka jest wyraźnie przechylony w górę.
- **Wzrost cen importowanych przez Polskę surowców pogłębi deficyt handlowy i deficyt całego rachunku obrotów bieżących, do blisko 2% PKB.** Negatywny szok *terms of trade* jest jednak dużo słabszy (i zapewne krótszy) niż w 2022.
- **Pogorszenie perspektyw inflacji przekreśla szanse na kontynuację obniżek stóp procentowych NBP.** Osłonowe działania rządu (CPN) redukują jednak ryzyko, że potrzebne będą podwyżki stóp. Bazowy scenariusz to stabilizacja stopy referencyjnej NBP na poziomie 3,75% co najmniej przez rok.
- **Kondycja finansów publicznych, nadwyreżona serią wcześniejszych szoków, pozostawia coraz mniej miejsca do przeciwdziałania nowym uderzeniom w gospodarkę.** Koszt zapowiedzianych działań neutralizuje nieco lepsze wykonanie 2025 i potencjalny krótkoterminowy pozytywny wpływ wyższej inflacji. W efekcie nadal prognozujemy deficyt w 2026 na poziomie 6,5% PKB i znaczny przyrost długu publicznego, do blisko 66% PKB.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 693 333 127

Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

<https://centrumanaliz.pkobp.pl/>

Marta Petka-Zagajewska

Dyrektorka Biura
tel. 691 335 426

Urszula Kryńska

tel. 722 060 794

Szymon Fabiański

tel. 722 051 585

Kamil Pastor

tel. 723 670 836

Agnieszka Pierzak

tel. 666 823 657

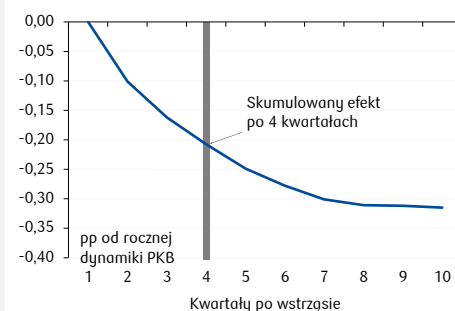
Michał Reczek

tel. 783 552 546

Anna Wojtyniak-Stefańska

tel. 698 635 126

Reakcja rocznej dynamiki PKB na negatywny globalny wstrząs*



Źródło: PKO Bank Polski. *Szacunki własne na podstawie modelu VAR. Globalny szok zdefiniowano jako połowę odchylenia indeksu GPR od średniej długookresowej w 2q22.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Realny PKB (% r/r)	3,2	3,3	3,8	4,0	3,1	3,4	3,4	3,9	3,0	3,6	3,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,4	2,8	3,1	3,2	3,4	2,8	3,1	3,1	2,9	3,1	3,1
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,9	4,1	3,0	2,6	2,6	3,2	2,8	2,8	3,6	3,6	2,8
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,6	3,4	3,2	2,8	2,6	2,7	2,5	2,6	4,3	3,3	2,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	-1,1	-1,5	-2,0	0,3	-0,7	-2,0
Saldo fiskalne (% PKB)*	-6,8	-7,0	-7,0	-6,7	-7,3	-7,0	-7,0	-6,5	-6,5	-6,7	-6,5
Dług publiczny (% PKB)*	57,3	58,1	58,1	59,3	61,3	63,0	64,6	65,8	55,1	59,3	65,8
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	5,75	4,00	3,75

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), *ESA2010, *dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

(0). Założenia dotyczące konfliktu na Bliskim Wschodzie

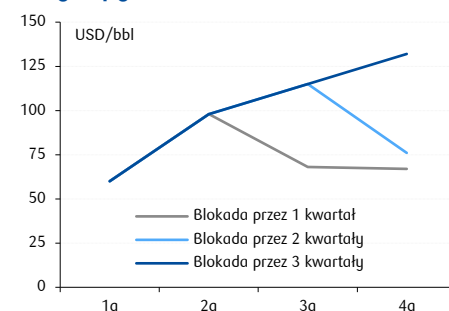
Atak USA i Izraela na Iran oraz działania odwetowe władz w Teheranie są kolejnym poważnym szokiem, który uderzył w światową gospodarkę w bieżącej dekadzie. Blokada Cieśniny Ormuz, która jest głównym kanałem transportu morskiego z rejonu Zatoki Perskiej, zaowocowała gwałtownym wzrostem cen surowców energetycznych – cena ropy Brent na poziomie ok. 100 USD/bbl jest o ok. 40% wyższa niż pod koniec lutego, a ceny gazu ziemnego w Europie wzrosły o ok. 80%. Międzynarodowa Agencja Energetyczna szacuje, że światowe dostawy gazu i ropy zostały ograniczone o ok. 1/5, a jej szef ocenił obecny konflikt jako „największe globalne zagrożenie dla bezpieczeństwa energetycznego w historii”. Reakcję cenową potęgują ataki na infrastrukturę, które mogą wydłużyć okres zaburzeń cenowych znacząco ponad okres trwania konfliktu. Ogranicza ją utrzymująca się wciąż wiara uczestników rynku w relatywnie szybkie zakończenie wojny oraz ogłoszone przez MAE uwolnienie rekordowej ilości rezerw ropy (400 mln baryłek). Czynnikiem, który może w średnim terminie ograniczyć wzrost cen ropy naftowej jest też spadek popytu, chociaż dostępne [badania](#) sugerują, że w ujęciu krótkookresowym popyt na ropę jest nieelastyczny. Dostępne [szacunki](#) wskazują, że wzrost ceny ropy o 10% skutkuje w średnim terminie ograniczeniem popytu w przedziale 2-8%.

Skala oddziaływania szoku na gospodarkę zależy od jego głębokości oraz od czasu występowania zaburzeń. Prognozy cen ropy naftowej przy założeniu długotrwałej blokady cieśniny Ormuz sięgają nawet 160 USD/bbl. Dallas Fed [szacował](#), że kwartalna blokada będzie skutkowała wzrostem cen ropy do 100 USD/bbl, który już się zrealizował. Scenariusz blokady trwającej 3 kwartały zaowocuje wzrostem cen ropy do 135 USD/bbl. Szacowany koszt powyższych scenariuszy dla globalnej gospodarki nie jest jednak znaczący – w wersji skrajnej PKB w 4q26 będzie o 1,3% niższy niż na początku roku (scenariusze mniej dotkliwe to ubytek rzędu 0,2-0,3% PKB). Czynnikiem ograniczającym dotkliwość obecnego szoku dla światowej gospodarki jest znacznie mniejsze niż przed laty uzależnienie od ropy naftowej. Obecnie na jednostkę PKB zużywa się ok. połowę mniej ropy niż przed kryzysem naftowym w 1973. Światowa gospodarka pozostaje jednak narażona na negatywne skutki ograniczeń podaży (nie tylko na rynku ropy, ale też m.in. siarki, helu, nawozów), wysokie koszty frachtu i ograniczenia logistyczne.

Scenariusz Dallas Fed zakłada relatywnie szybką odbudowę podaży ropy naftowej, jednak założenie to może być nadmiernie optymistyczne. Wskazuje się (zobacz np. [The Economist](#)), że nawet jeśli cieśnina zostanie relatywnie szybko otwarta, to światowe rynki będą borykały się z niedoborem surowców energetycznych przez wiele miesięcy. Powrót do stanu sprzed wojny wymagałby przywrócenia wydobycia; udrożnienia dróg transportowych i ponownego wzrostu mocy rafinerii. Dzielne wydobycie ropy w regionie jest obecnie o 40% niższe niż przed wojną, co oznacza ograniczenie globalnej podaży o ok. 10%. Według optymistycznych scenariuszy powrót do wcześniejszego poziomu wydobycia może zająć 2-4 tygodnie, a wg bardziej pesymistycznych, ze względu na szkody w infrastrukturze, może zająć kilka lat. W przypadku gazu ziemnego sytuacja także jest skomplikowana – katarskie złożo Ras Laffan jest zamknięte od 2 marca, niedawne ataki dronowe ograniczyły jego zdolności skraplania gazu o 17% (czyli 3% globalnej podaży), w tym przypadku przywrócenie wcześniejszej sprawności może zająć 3-5 lat. Umożliwienie sprawnego eksportu ropy wymaga dostępności tankowców (które w międzyczasie mogły być przekierowane na inne trasy) i ubezpieczenia.

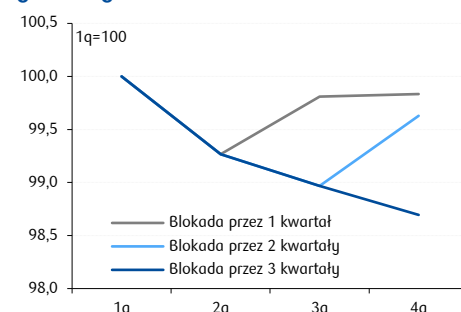
Jako scenariusz bazowy dla naszych prognoz makro przyjęliśmy, że konflikt na Bliskim Wschodzie potrwa kilka miesięcy, ceny ropy naftowej pozostaną na obecnym poziomie do końca 1h26, a ich spadek po otwarciu Cieśniny Ormuz będzie stopniowy. Spójne z takim scenariuszem są bieżące notowania kontraktów terminowych na ropę naftową. Taki scenariusz nadal jest jednak obciążony wysoką niepewnością.

Wpływ blokady Cieśniny Ormuz na cenę ropy WTI



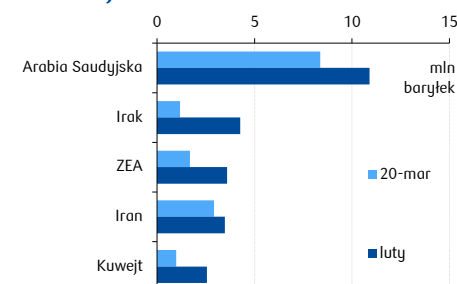
Źródło: Dallas Fed, PKO Bank Polski.

Wpływ blokady Cieśniny Ormuz na globalny PKB



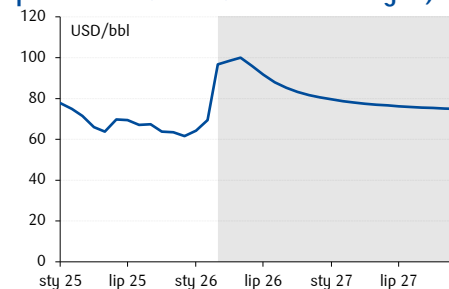
Źródło: Dallas Fed, PKO Bank Polski.

Szacowane dzienne wydobycie ropy naftowej



Źródło: The Economist, PKO Bank Polski.

Cena ropy Brent przyjęta w scenariuszu makro (średnio w miesiącu na podstawie kontraktów terminowych)



Źródło: Refinitiv, PKO Bank Polski.

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Nowy rok, za sprawą ataku USA i Izraela na Iran, rozpoczął się od wzrostu niepewności, szokowego wzrostu cen surowców i jastrzębich zwrotów w nastawieniu głównych banków centralnych. Koniec 2025 przyniósł istotne spowolnienie amerykańskiej gospodarki m.in. za sprawą zawieszenia działalności rządu (0,7% q/q saar w 4q25), zaś ożywienie w strefie euro (1,2% r/r) i Chinach (4,5% r/r) było tylko nieco słabsze niż we wcześniejszych kwartałach. W USA źródłem obaw pozostaje rynek pracy, na którym coraz częściej zamiast wzrostów pojawiają się spadki zatrudnienia. W momencie wybuchu wojny inflacja CPI w USA pozostawała podwyższona, podobnie jak oczekiwania inflacyjne (choć były niższe niż w 2h25). Słabszy wzrost i niższa inflacja zarówno w USA, jak i strefie euro, odróżniają obecną sytuację od tej sprzed szoku 2021-2022. Rezerwa Federalna od grudnia 2025 utrzymuje stopy bez zmian. W strefie euro inflacja HICP przed wystąpieniem szoku była nieco poniżej celu (1,9% r/r w lutym). EBC zakończył cykl obniżek i sygnalizuje narastającą potrzebę podniesienia stóp procentowych. Chińska gospodarka w 2025 utrzymała tempo wzrostu z poprzedniego roku, zaś w 2026, jeszcze przed atakiem USA i Izraela na Iran, inflacja CPI wzrosła (do 1,3% r/r) przy coraz słabszej deflacji cen producentów.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Niepewność prognoz radykalnie się zwiększyła - chociaż globalny wzrost inflacji jest przesądzony, to nikt nie jest w stanie dziś przewidzieć jego skali. Wpływ na sferę realną także jest trudny do przewidzenia. Pomimo szoku podnieśliśmy prognozę wzrostu PKB w USA w 2026 do 2,4%, m.in. dzięki silniejszemu 2h25. USA są eksporterem surowców energetycznych netto, co ogranicza negatywny wpływ wojny na PKB. Inflacja wzrośnie i pozostanie podwyższona szósty rok z rzędu, co budzi obawy o odnotowanie oczekiwań inflacyjnych. W strefie euro ożywienie nieco spowolni, choć wspierają je wydatki zbrojeniowe, RRF i niemiecki pakiet fiskalny. Inflacja przyspieszy, w „poważnym” scenariuszu EBC do 6%, w bazowym do ok. 3%. W Chinach oczekujemy wzrostu PKB o 4,5% i niewielkiego podbicia inflacji.

Stopy procentowe w USA i strefie euro będą wyższe niż wcześniej zakładaliśmy. Oczekujemy stabilizacji stóp Fed w najbliższych miesiącach i dopuszczamy maksymalnie jedną obniżkę w tym roku (wcześniej oczekiwaliśmy trzech). Jak na razie żaden z członków FOMC nie oczekuje podwyżki stóp w 2026. O podwyżkach mówi część decydentów z EBC. My spodziewamy się jednej podwyżki stóp (wcześniej zakładaliśmy stabilizację), być może już w kwietniu. Gdyby realizował się „poważny” scenariusz, skala podwyżek byłaby jednak istotnie większa, więc bilans czynników ryzyka jest przechylony w górę.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

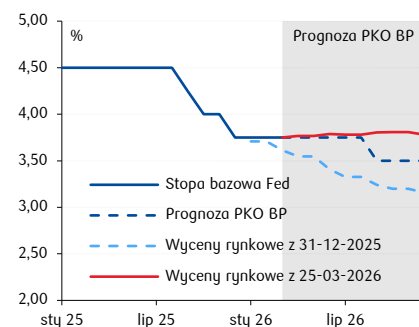
Głównymi źródłami niepewności są: (1) ceny surowców energetycznych i ich przełożenie na inflację; (2) wpływ szoku energetycznego na popyt; (3) tempo realizacji wydatków zbrojeniowych w UE i pakietu fiskalnego w Niemczech.

Otoczenie zewnętrzne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,6	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,9	1,4	0,9
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	2,9	2,7	2,6	2,4	2,1	2,6
Strefa euro: Stopa depozytowa EBC (%)	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25	3,00	2,00	2,25
USA: Realny PKB (% q/q saar)	-0,6	3,8	4,4	0,7	3,0	2,1	2,0	1,9	2,8	2,1	2,4
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,7	2,5	2,9	2,7	2,7	3,7	3,5	3,3	3,0	2,7	3,3
USA: Stopa procentowa fed funds(%)	4,50	4,50	4,25	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	4,50	3,75	3,50
Chiny: Realny PKB (% r/r)	5,4	5,2	4,8	4,5	4,4	4,5	4,6	4,6	5,0	5,0	4,5
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	-0,1	0,0	-0,2	0,6	1,0	1,0	1,1	0,8	0,2	0,1	1,0

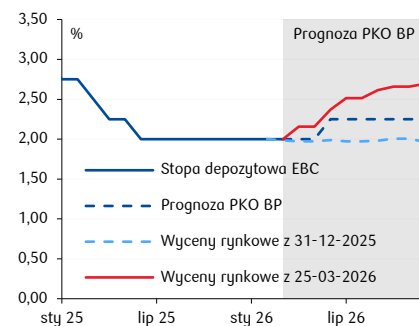
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Wyceny rynkowe ścieżki stóp procentowych Fed



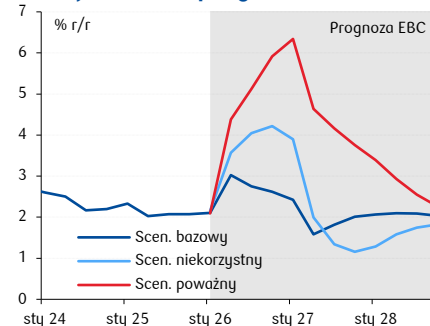
Źródło: Macrobond, Bloomberg, PKO Bank Polski.

Wyceny rynkowe ścieżki stóp procentowych EBC



Źródło: Macrobond, Bloomberg, PKO Bank Polski.

Inflacja HICP w prognozie EBC



Źródło: EBC, PKO Bank Polski.

Uwaga: scenariusz niekorzystny zakłada, że dotkliwe zaburzenia podaży surowców energetycznych utrzymają się do 3q26, natomiast infrastruktura energetyczna nie będzie dalej niszczone. Scenariusz poważny zakłada poważne zniszczenia infrastruktury energetycznej oraz zaburzenia podaży do 4q26. W scenariuszu niekorzystnym w 2q26 ceny ropy i gazu wyniosłyby 119 USD/bbl i 87 EUR/MWh, zaś w poważnym 145 USD/bbl i 106 EUR/MWh.

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

Krajowa gospodarka od 2024 pozostaje w fazie ożywienia. Na koniec 2025 wzrost PKB przyspieszył do 4,0% r/r i był praktycznie najwyższy w UE. Ekspansja obejmowała większość sektorów. W 2h25 wartość dodana w przemyśle i handlu rosła w tempie powyżej 4% r/r, a w 4q25 do tej grupy dołączyło budownictwo. Jeszcze wyższe dynamiki notowały usługi oraz transport i magazynowanie. Fundamentem wzrostu była konsumpcja prywatna, która w 2025 wzrosła o 3,7%. Motorem wzrostu stały się też inwestycje, które w 2h25 rosły średnio o 6% r/r, a do nakładów publicznych dołączyły prywatne. Poprawa globalnych nastrojów w 2h25 wsparła eksport i saldo handlowe. W efekcie, cały 2025, a szczególnie 2h25, można określić jako okres „goldilocks” – dynamicznego i zrównoważonego wzrostu.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Światowa geopolityka to nie bajka - po dwóch ostatnich szokach, nadchodzi kolejny. Wzrost globalnej niepewności oraz zaburzenia łańcuchów dostaw znów zaciemniają gospodarcze perspektywy. Dodatkowo silne mrozy na początku roku przejściowo obniżyły aktywność w sektorze produkcyjnym, co wg nas może obniżyć dynamikę PKB w 1q26 do ok. 3% r/r. Biorąc to od uwagę oraz uwzględniając szok w cenach ropy i gazu obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB w 2026 do 3,5% z 3,7%.

Wzrost niepewności zwykle ogranicza inwestycje, jednak liczymy, że w 2026 efekt ten będzie łagodniejszy, ponieważ kluczową rolę w ich finansowaniu odegrają środki z KPO. Dodatkowym wsparciem będą środki z SAFE, których pierwsze wypłaty mogą trafić do odbiorców już w 2q26, wspierając ciągłość projektów inwestycyjnych. Nadal oczekujemy dwucyfrowej dynamiki inwestycji, choć nieco niższej niż w poprzednim kwartalniku (-1,4pp), m.in. ze względu na wolniejsze tempo poprawy wyników finansowych firm.

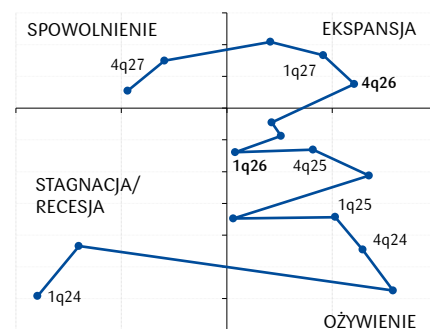
Konsumpcja prywatna pozostanie ważnym filarem wzrostu. Wyższa inflacja początkowo ograniczy realne dochody, jednak odbudowane po kryzysach oszczędności gospodarstw domowych stworzą bufor, który złagodzi wahania konsumpcji w czasie. Przy założeniu ostrożnej postawy konsumentów, obniżyliśmy prognozę konsumpcji w 2026 o 0,2pp, do 3,2%.

Perspektywy eksportu pogorszyły się wraz z pogorszeniem perspektyw popytu zagranicznego. Jednocześnie niższy popyt krajowy ograniczy import, co oznacza stabilny wkład handlu zagranicznego do wzrostu PKB.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

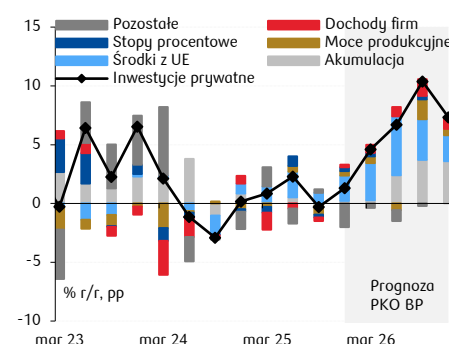
Głównymi źródłami niepewności są: (1) popyt zagraniczny, (2) polityka monetarna w Polsce, (3) przebieg i skutki wojny w Ukrainie i na Bliskim Wschodzie, (4) tempo i efektywność wykorzystania KPO i SAFE.

Zegar koniunktury PKB



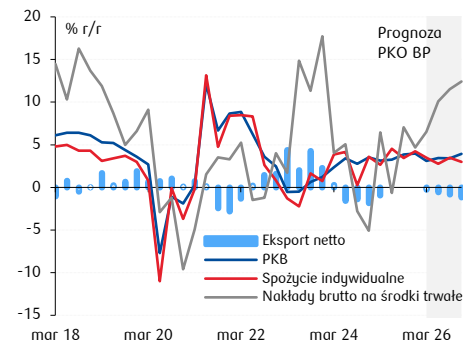
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Wystandaryzowane odchylenie od trendu PKB.

Dekompozycja rocznej dynamiki inwestycji prywatnych



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika PKB i głównych składowych



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Realny PKB (% r/r)	3,2	3,3	3,8	4,0	3,1	3,4	3,4	3,9	3,0	3,6	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	4,1	3,9	3,6	4,2	3,4	4,0	4,3	5,1	4,2	3,9	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	4,5	3,5	4,2	3,5	2,8	3,5	3,0	2,9	3,7	3,2
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	2,7	3,0	4,6	4,8	3,6	3,7	4,5	5,1	3,2	3,8	4,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,4	-0,7	7,1	4,7	6,5	10,1	11,5	12,4	-0,9	4,3	10,7
Publiczne [‡] (% r/r)	24,5	-8,6	29,0	-11,4	11,8	19,6	14,0	26,1	6,4	8,4	17,9
Prywatne [‡] (% r/r)	1,1	2,5	-0,9	12,2	4,6	6,7	10,4	7,3	-0,7	3,7	7,3
Zapasy (pkt. proc.)	1,3	1,0	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	0,1	1,0	0,1	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,9	-0,7	0,3	-0,2	-0,3	-0,6	-0,8	-1,2	-1,2	-0,4	-0,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,1	1,6	3,9	3,0	1,4	3,1	4,6	3,9	1,1	2,1	3,2
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,0	3,2	3,3
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,6	-0,6	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,7	-0,4	-0,2

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [‡]szacunki własne.

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Ostatnie dane z rynku pracy dostarczały informacji, które mogły zadowolić zarówno optymistów, jak i pesymistów. Uogólniony obraz wskazuje jednak na stagnację. Pozytywnym zaskoczeniem okazał się wzrost liczby pracujących (15-89 lat) wg BAEL o 0,6% r/r w 4q25. Od kilku kwartałów korzystnie wyróżnia się dodatni wkład do wzrostu liczby pracujących tych osób, które przekroczyły już wiek emerytalny, co wynika z wydłużającego się okresu życia zawodowego. Wciąż podtrzymujemy tezę, że wzrost liczby pracujących ogółem może być podbijany przez uwzględnione z opóźnieniem zatrudnienie cudzoziemców. Dane z sektora przedsiębiorstw pokazują bowiem spadek zatrudnienia (w ujęciu r/r) nieprzerwanie od jesieni 2023. Jednocześnie koniec 2025 przyniósł wzrost liczby bezrobotnych według BAEL (o 14,5% r/r), który w takiej samej skali wynikał z przyrostu liczby osób reaktywizujących się, co tych które straciły pracę. Odsezonowana stopa bezrobocia BAEL nieznacznie wzrosła do 3,3% z 3,1% w 3q25, ale pozostaje niska na tle historycznym. Po wzroście w połowie 2025, który wynikał ze zmian regulacyjnych, odsezonowana stopa bezrobocia rejestrowanego pozostaje stabilna. Nominalny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw o 6,1% r/r w styczniu i lutym umocnił nasze przekonanie o normalizacji dynamiki płac.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W horyzoncie prognozy spodziewamy się dalszego hamowania dynamiki wynagrodzeń, a w konsekwencji również jednostkowych kosztów pracy. Nasze oczekiwania na ten rok nie zmieniły się istotnie względem poprzedniego [Kwartalnika](#) – wciąż zakładamy, że nominalny wzrost wynagrodzeń, zarówno w gospodarce narodowej, jak i sektorze przedsiębiorstw, w 2026 spowolni do ok. 6%. W scenariuszu bazowym zakładamy, że wzrost inflacji na skutek szoku podażowego jakim jest wojna na Bliskim Wschodzie nie wygeneruje znaczącej presji płacowej, biorąc pod uwagę, że wynagrodzenia będą wciąż rosły w ujęciu realnym, a brak silnego popytu na pracę osłabia pozycję negocjacyjną pracowników.

Największa jakościowa zmiana dotyczy naszych oczekiwań względem popytu na pracę. Po znacznie głębszym od prognoz spadku zatrudnienia na początku roku, który uwzględnia aktualizację próby przedsiębiorstw, nie zakładamy już wzrostu (choć niewielkiego) zatrudnienia w 2026, a jego spadek o 0,5%. Spodziewamy się jednocześnie, że ze względu na ograniczenia podażowe (negatywne trendy demograficzne) liczba pracujących według BAEL nie zmieni się istotnie względem 2025. Oczekujemy, że poziom stopy bezrobocia zarówno w ujęciu BAEL, jak i rejestrowanym będzie zbliżony do ubiegłorocznych poziomów.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

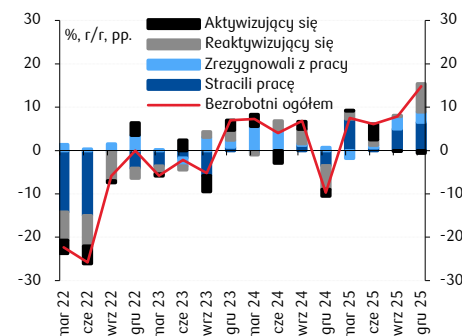
Główne źródła niepewności to: (1) ostateczna skala wzrostu i uporczywość inflacji w wyniku szoku podażowego, która może wzmacniać żądania płacowe; (2) dynamika z jaką BAEL będzie uwzględniać cudzoziemców; (3) skala migracji.

Rynek pracy

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,5
Pracujący BAEL (% r/r)	-0,8	0,0	0,5	0,6	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,4	0,1	0,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,4	5,1	5,6	5,7	6,0	5,5	5,5	5,6	5,1	5,7	5,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,4	2,8	3,1	3,2	3,4	2,8	3,1	3,1	2,9	3,1	3,1
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,2	58,3	59,0	58,9	58,3	58,5	58,9	58,9	58,5	58,6	58,6
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	8,3	8,9	7,4	7,4	6,1	5,9	6,5	5,5	11,2	8,0	6,0
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	10,0	8,8	7,5	8,5	7,2	6,2	6,7	4,7	13,7	8,7	6,2
Wydajność pracy (% r/r)	4,0	3,3	3,3	3,4	3,2	3,4	3,3	3,9	3,5	3,5	3,4
ULC (% r/r)	5,8	5,4	4,0	5,0	3,9	2,7	3,3	0,8	9,9	5,0	2,7

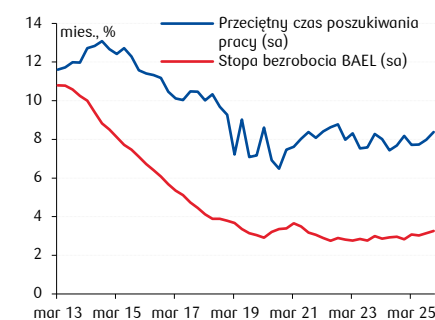
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu.

Dekompozycja rocznej zmiany liczby bezrobotnych wg BAEL*



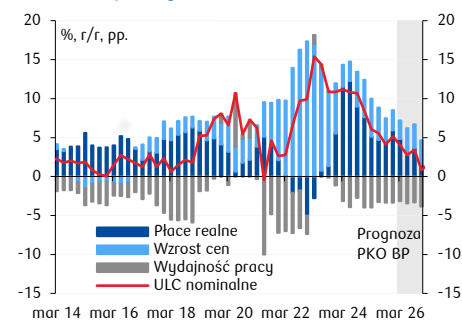
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.*Grupa reaktywizujący się obejmuje osoby powracające do pracy po przerwie, grupa aktywizujących się to osoby podejmujące pracę po raz pierwszy.

Przeciętny czas poszukiwania pracy na tle stopy bezrobocia BAEL



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dekompozycja dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC)



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Do lutego 2026 proces dezinflacji trwał w najlepsze – początek roku przyniósł spadek inflacji CPI do 2,1% r/r oraz ograniczenie fundamentalnej presji płacowej do najniższych poziomów od końca 2019. Do dezinflacji przyczyniały się korzystne ceny żywności, hamowanie cen nośników energii i komponentów bazowych. Silny dezinflacyjny wpływ miał tani import z Chin – NBP szacuje, że w 2025 obniżył on inflację o 0,3pp r/r. Rewizja klasyfikacji COICOP zaburzyła ciągłość szeregów czasowych, z kolei coroczna rewizja koszyka CPI obniżyła inflację w mniejszej skali niż w poprzednich latach. Do 28 lutego wszystko wskazywało, że inflacja trwale pozostanie w celu – wybuch wojny w Iranie rozsyłał cenową układankę.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Znaczący wzrost cen surowców energetycznych będzie skutkował wzrostem inflacji, a o jego skali przesądzą rozwój sytuacji geopolitycznej i nasilenie efektów drugiej rundy. Przyjęliśmy, że napięcia na Bliskim Wschodzie utrzymają się do ok. połowy roku, po czym nastąpi stopniowa deeskalacja (przyjęliśmy ścieżkę cen ropy wg kontraktów terminowych). W takim scenariuszu już w marcu inflacja wzrośnie do 3,5% r/r. Wdrożenie tarczy CPN obniży inflację w kwietniu o 0,9pp, a średniorocznie (przy utrzymaniu tych działań przez cały rok) o ok. 0,5pp. Prognozujemy, że w 2026 średniorocznie inflacja CPI wyniesie 2,8% (o 0,6pp powyżej prognozy z poprzedniego Kwartalnika) wobec 3,6% w 2025. Głównym kanałem wpływu wojny będzie wzrost cen paliw – już w marcu ceny na stacjach benzynowych wzrosły o ponad 20% m/m, ale tarcza paliwowa w kwietniu powinna je obniżyć o ok. 16% m/m. Szok energetyczny będzie miał też pośredni wpływ na ceny – choć uważamy, że efekty drugiej rundy będą ograniczone ze względu na brak presji popytowej w gospodarce i słabszą pozycję płacową pracowników. Szacujemy, że wzrost cen ropy w PLN ok. 10% podwyższa inflację HICP o ok. 0,12pp (to najniższa wrażliwość wśród państw CEE – szerzej opisaliśmy to w [CEE Macro Weekly](#)).

Konflikt na Bliskim Wschodzie podwyższył również ceny innych surowców – m.in. gazu ziemnego i nawozów. Uważamy, że wzrost cen gazu nie powinien wpłynąć na inflację CPI ze względu na regulowanie rynku przez URE i bufor wynikający ze spadku kontraktów przez ostatni rok. Droższe nawozy oraz wyższe ceny paliw mogą przyczynić się do wyższej ścieżki cen żywności, jednak najpewniej dopiero po tegorocznych zbiorach. Nieco podnieśliśmy ścieżkę inflacji bazowej, a jej odporność na wzrost cen surowców jest dużą niewiadomą. Obecnie prognozujemy, że inflacja bazowa obniży się z 3,3% w 2025 do ok. 2,6% w 2026. To ok. 0,3pp wyżej niż oczekiwaliśmy w grudniu, co jest wynikiem złożenia efektów drugiej rundy szoku i droższego frachtu morskiego. Skok cen surowców zakończył okres deflacji PPI.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

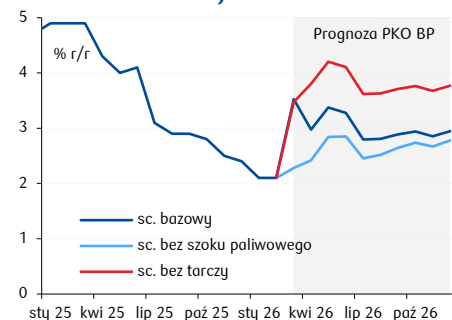
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) ceny surowców w PLN; (2) kształt i długość działań osłonowych; (3) efekty drugiej rundy, (3) oczekiwania inflacyjne.

Procesy inflacyjne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Inflacja CPI† (% r/r)	4,9	4,1	2,9	2,4	3,5	3,2	2,8	2,9	4,7	2,4	2,9
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,9	4,1	3,0	2,6	2,6	3,2	2,8	2,8	3,6	3,6	2,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,4	1,2	0,8	0,6	0,7	0,7	1,0	0,8	1,2	0,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,2	0,8	-0,1	0,2	0,5	1,0	0,6	0,4	0,3	0,5	0,6
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	2,1	1,9	1,9	1,6	1,5	1,5	1,4	1,5	2,5	1,9	1,5
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,6	3,4	3,2	2,8	2,6	2,7	2,5	2,6	4,3	3,3	2,6
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	-1,1	-1,5	-1,3	-2,3	-1,4	1,6	1,7	2,5	-6,7	-1,6	1,1
Deflator PKB (% r/r)	3,2	3,2	2,3	3,0	2,3	3,4	3,4	3,8	3,8	2,9	3,2
ULC (% r/r)	5,8	5,4	4,0	5,0	3,9	2,7	3,3	0,8	9,9	5,0	2,7
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,6	-0,6	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,7	-0,4	-0,2

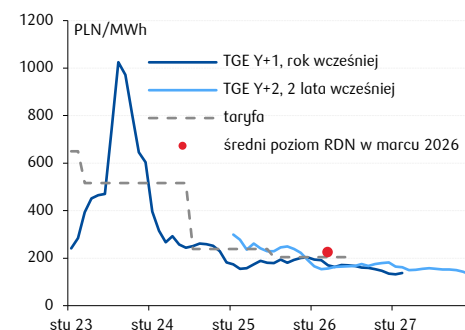
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

Scenariusze inflacji CPI*



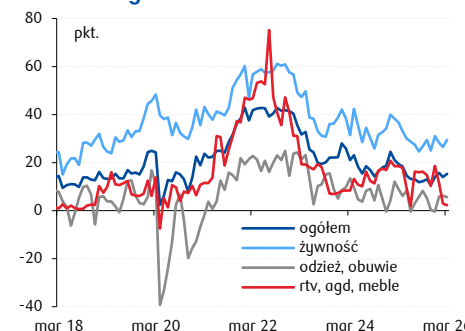
Źródło: GUS, KPRM, PKO Bank Polski. *scenariusz „bez szoku paliwowego” zakłada płaską ścieżkę paliw w okresie mar-gru’26; scenariusz „bez tarczy” zakłada brak obniżki VAT i danin na paliwa od końca marca. Zakładamy roboczo obowiązywanie tarczy w całym roku – sygnalizujemy jednak wysoką niepewność.

Taryfy gazowe dla gosp. dom. vs kontrakty roczne na TGE na tle bieżącej ceny z Rynku Dnia Następnego



Źródło: TGE, URE, PKO Bank Polski.

Oczekiwania cenowe firm z handlu detalicznego



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Na przełomie 2025/2026 deficyt obrotów bieżących spadł do 0,6% PKB, do czego przyczynił się niższy deficyt towarowy i w dochodach wtórnych. W całym 2025 saldo rachunku obrotów bieżących było nieco wyższe niż prognozowaliśmy w poprzedniej edycji [Kwartalnika](#). W 4q25 zaskoczeniem była siła eksportu, który wzrósł o 5,7% r/r, przy wzroście importu o 5,2% r/r. Wsparciem dla wolumenów wymiany towarowej było nasilenie zjawiska reeksportu. Jednocześnie w handlu międzynarodowym utrzymywały się tendencje deflacyjne, związane m.in. z napływem taniego importu z Chin.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Zaburzenia na rynku surowców energetycznych znacząco zmieniają perspektywę rachunku obrotów bieżących. Z jednej strony, szok cenowy ma wpływ na zmienne nominalne - wyższe ceny ropy naftowej i gazu podnoszą wartość importu, a wzrost ogólnego poziomu cen podbija dynamiki eksportu i importu. Z drugiej strony, zaburzenia w łańcuchach dostaw i wzrost cen frachtu, w połączeniu ze słabszą koniunkturą w gospodarkach partnerów handlowych, działają ograniczająco na wolumeny wymiany handlowej. Naszym zdaniem łączny efekt tych dwóch czynników objawi się nieco wyższą niż prognozowaliśmy wcześniej dynamiką eksportu, wyraźnie wyższą dynamiką importu oraz pogłębieniem deficytu na rachunku obrotów bieżących w okolicach 2,0% PKB pod koniec 2026. Nasze prognozy na 2026 zakładają wzrost deficytu obrotów bieżących nawet przed silnym wzrostem cen surowców, co było związane z oczekiwanym wzrostem importochłonnych inwestycji oraz prawdopodobną poprawą wyników finansowych firm zagranicznych. Zakładamy jednocześnie, że skala oddziaływania obecnych zaburzeń jest mniejsza niż obserwowaliśmy w 2021-2022, kiedy szok *terms-of-trade* spowodował szybki wzrost deficytu w okolicach 3,0% PKB, głównie za sprawą rosnącej wartości importu ropy naftowej i gazu ziemnego.

Związane z szokiem cenowym pogorszenie równowagi zewnętrznej nie oznacza naszym zdaniem osłabienia fundamentów polskiej gospodarki. Zakładamy, że szok cenowy nie będzie trwały, a dynamika cen w imporcie będzie się stopniowo normalizowała. Z drugiej strony, końcówka ubiegłego roku pokazała, że polski eksport radził sobie bardzo dobrze, pomimo rosnącej konkurencji ze strony chińskich producentów. Analiza ujawnionych przewag komparatywnych pokazuje, że na tle regionu CEE Polska wydaje się być nieco bardziej odporna na „chiński szok” na poziomie całej gospodarki – głównie ze względu na jej dywersyfikację oraz unikalne względem Chin specjalizacje eksportowe.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

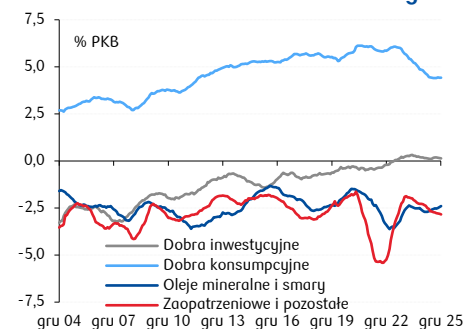
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) ceny surowców energetycznych i kurs walutowy; (2) funkcjonowanie globalnych szlaków handlowych i ceny frachtu; (3) przepływy FDI.

Równowaga zewnętrzna

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	-1,1	-1,5	-2,0	0,3	-0,7	-2,0
Bilans handlowy (% PKB)	-1,2	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,8	-2,1	-0,7	-1,4	-2,1
Eksport (% r/r)	2,6	2,7	3,0	5,7	4,7	3,9	3,8	4,6	-0,6	3,5	4,3
Import (% r/r)	8,3	5,6	3,1	5,2	4,0	4,9	7,2	8,1	2,7	5,6	6,1
Saldo usług (% PKB)	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	4,7	4,3	4,1
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,6	-3,4	-3,5	-3,6
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,4
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	0,8	1,1	0,3	0,4	1,1
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,6	3,0	3,8	1,6	2,1	2,0	2,0	2,9	3,8	1,6	2,9
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,5	1,4	1,2	0,9	0,6	0,6	1,0	1,8	1,1	0,9	1,8
Zmiana rezerw (% PKB)*	-2,4	-1,7	-2,3	-0,3	-0,7	-0,5	-0,2	-0,9	-3,2	-0,3	-0,9
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,3	-1,1	-1,0

Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

Główne składowe salda towarowego



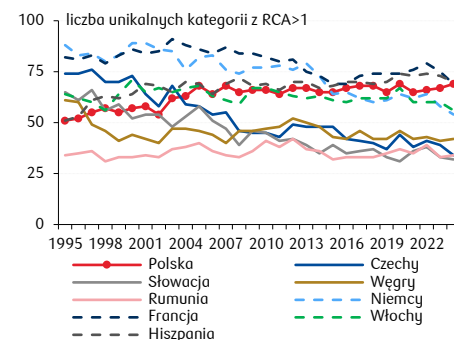
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. Kategoria pozostałe obejmuje część importu gazu oraz najpewniej dostawy uzbrojenia.

Ceny w imporcie i eksporcie



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Liczba kategorii, w których dana gospodarka miała unikalną ujawnioną przewagę komparatywną (RCA) względem Chin*



Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski. *na podstawie ok. 260 trzycyfrowych kodów SITC

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

Po serii obniżek stóp procentowych w 2025, w styczniu i lutym 2026 RPP nie dokonała żadnych zmian, a następnie w marcu, już po ataku na Iran, obniżyła stopy o 25pb. Prezes NBP po grudniowym posiedzeniu zadeklarował potrzebę przejścia w tryb *wait-and-see*, aby ocenić skutki wcześniej dokonanych obniżek. W marcu Rada zapoznała się z projekcją, która pokazała istotnie niższą ścieżkę inflacji CPI w 2026. Bieżące kształtowanie się inflacji oraz jej perspektywę w kolejnych kwartałach (zdaniem RPP) uzasadniały marcową obniżkę, pomimo wzrostu cen surowców i osłabienia złotego w związku z wojną w Zatoce Perskiej.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przed wybuchem wojny w Zatoce Perskiej zakładaliśmy, że stopa referencyjna NBP na koniec roku wyniesie 3,50%, ale przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie zamyka drogę do obniżek stóp. Obecnie spodziewamy się stabilizacji stóp co najmniej przez rok. Prognozujemy, że wzrost cen paliw nie przełoży się istotnie na pozostałe kategorie koszyka inflacyjnego, zwłaszcza po wprowadzeniu tarczy CPN, a przyspieszenie inflacji CPI będzie przejściowe i umiarkowane.

Rynkowe wyceny ścieżki stóp NBP implikowane z kontraktów FRA sugerują trzy podwyżki po 25pb do końca roku, ale naszym zdaniem (zakładając stopniową deeskalację wojny w 2h26) Rada nie zdecyduje się na to. Obecna sytuacja makroekonomiczna różni się istotnie od tej z jesieni 2021, gdy RPP rozpoczęła zacieśnianie polityki pieniężnej. Dziś stopa nominalna jest powyżej neutralnego poziomu, a stopy realne są dodatnie. W 2021 stopa referencyjna NBP wynosiła 0,1%, a stopy realne były głęboko ujemne. Zanim Rada zdecydowała się w 2021 na pierwszą podwyżkę stóp, inflacja CPI sięgnęła blisko 6% r/r, a projekcja NBP pokazywała wzrost cen przekraczający cel NBP w jej całym horyzoncie. W 2026 inflacja nie powinna przekroczyć 4% r/r, a od 2q27 powinniśmy zobaczyć jej silny spadek. Biorąc pod uwagę podażowy charakter szoku oraz opóźniony wpływ oddziaływania polityki pieniężnej na inflację, podniesienie stóp nie jest konieczne, o ile nie dojdzie do odnotowania oczekiwań inflacyjnych.

Członkowie RPP zapowiadają, że w kolejnych miesiącach Rada pozostanie w trybie *wait-and-see* i wstrzyma się z decyzjami do zakończenia wojny w Iranie. Bankierzy centralni pozostają ostrożni wobec scenariuszy podwyżek stóp, oceniając, że do decyzji o zacieśnieniu monetarnym kluczowa jest ocena trwałości szoku. Niektórzy oceniają rynkowe wyceny podwyżek jako przereagowanie i nerwowość inwestorów. Zasada uzależniania decyzji od napływających danych staje się szczególnie aktualna, a wśród istotnych dla decyzji RPP danych na znaczeniu zyskują oczekiwania inflacyjne i monitoring częstotliwości dostosowań cen w gospodarce.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

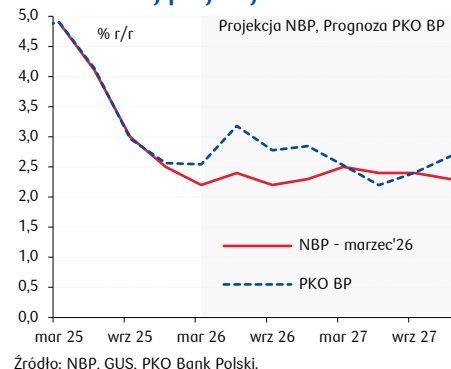
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) ceny ropy naftowej i gazu ziemnego; (2) przełożenie wzrostu cen surowców na ceny w kategoriach bazowych (efekt drugiej rundy); (3) notowania PLN.

Polityka pieniężna

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Stopa referencyjna (%)	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	5,75	4,00	3,75
Realna stopa procentowa deflowana CPI (%)	0,85	1,15	1,85	1,60	0,27	0,52	0,91	0,86	1,05	1,60	0,86
Realna stopa procentowa deflowana inflacją bazową (%)	2,15	1,85	1,55	1,27	1,27	1,10	1,30	1,10	1,75	1,27	1,10
Stopa lombardowa (%)	6,25	5,75	5,25	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	6,25	4,50	4,25
Stopa depozytowa (%)	5,25	4,75	4,25	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25	5,25	3,50	3,25
Stopa redyskontowa weksli (%)	5,80	5,30	4,80	4,05	3,80	3,80	3,80	3,80	5,80	4,05	3,80
REER deflowany CPI (% r/r)	5,8	4,8	2,6	3,6	-2,3	-0,2	-0,6	-1,5	7,1	4,2	-1,2
Nominalny PKB (% r/r)	6,4	6,5	6,3	7,0	5,5	7,0	6,9	7,9	7,0	6,6	6,9

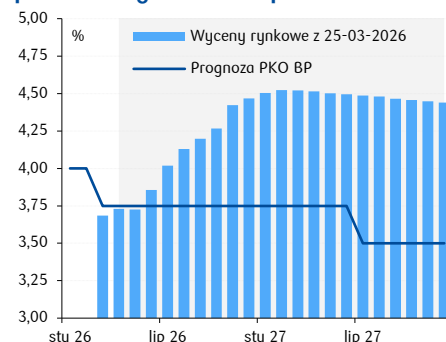
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *Realna stopa procentowa liczona ex post.

Nasza aktualna prognoza inflacji CPI na tle marcowej projekcji NBP



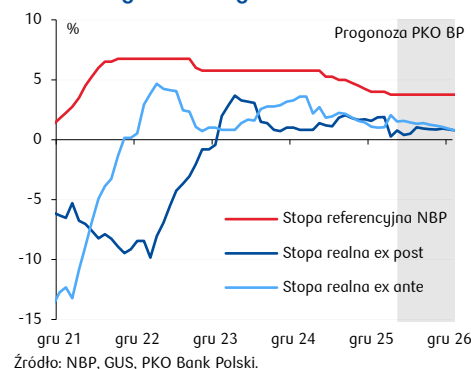
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Wyceny rynkowe ścieżki stóp procentowych NBP implikowane z FRA



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Stopy procentowe NBP w ujęciu nominalnym i realnym



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Końcówka 2025 w sektorze fiskalnym upłynęła pod znakiem szukania oszczędności. Budżet państwa zamknął rok z deficytem 276 mld PLN, co stanowi 94,4% limitu określonego w Ustawie Budżetowej. Plan dochodów wykonano w 94%, głównie z powodu niższej od założeń inflacji, podobna była realizacja wydatków (94,4%). Ostatecznie sektor centralny zakończył rok z wynikiem o 10 mld PLN lepszym niż zakładaliśmy. Sytuacja JST najpewniej pozostała pozytywna - ich dochody wzrosły dzięki zwiększeniu udziału we wpływach z PIT i CIT, a część inwestycji sfinansowano z funduszy KPO zamiast ze środków własnych. **W efekcie zrewidowaliśmy szacunek deficytu całego sektora finansów publicznych (GG) w 2025, obniżając go o 0,2% PKB, do 6,7% PKB.**

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Dotychczas zakładaliśmy „anemiczny” obraz fiskalny w 2026 - jedynie symboliczną redukcję deficytu wspieraną solidnym nominalnym wzrostem PKB. **Podtrzymujemy to spojrzenie, a nowe wyzwania przechylają bilans czynników ryzyka w dół.**

Po pierwsze, wyższa inflacja w 2026 (o 0,6pp względem wcześniejszej prognozy) przełoży się na poprawę salda sektora GG o ok. 0,1% PKB w tym samym roku. W kolejnych latach efekt ten będzie już lekko negatywny. Po drugie, nowym kosztem dla sektora są potencjalne tarcze antyinflacyjne. Obniżenie VAT na paliwa z 23% do 8% oraz akcyzy do minimum możliwego w UE kosztowałoby w 2026 ok. 0,1% PKB, jeśli obowiązywałoby od kwietnia do czerwca. Przy przedłużeniu ich obowiązywania do końca roku i rozszerzeniu na gaz oraz energię elektryczną koszt fiskalny mógłby wzrosnąć nawet do 0,5% PKB. Istotnym nowym wyzwaniem jest utrwalenie się na wyższym poziomie rentowności obligacji skarbowych spowodowane globalną niepewnością, co szczególnie dotyczy rynki wschodzące, takie jak Polska. Choć w pierwszym roku nie powinno się ono istotnie przełożyć na koszty obsługi długu, to już w horyzoncie 2 lat wzrost efektywnego oprocentowania długu publicznego o 1pp zwiększa te koszty o 0,3-0,4% PKB.

Biorąc pod uwagę niższy punkt wyjścia oraz wskazane czynniki, utrzymaliśmy prognozę deficytu fiskalnego w 2026 na poziomie 6,5% PKB, przy równoważącym się wpływie wyższej inflacji i kosztów tarczy antyinflacyjnej. Perspektywa powrotu do równowagi fiskalnej sukcesywnie się jednak oddala. Niższe szacunki deficytu na 2025, w połączeniu z wyższym wzrostem nominalnego PKB oraz negatywnym wpływem osłabienia złotego, prowadzą do niewielkiego obniżenia prognozy długu, który jednak w 2026 wyraźnie przekroczy 60% PKB. Rosnące napięcia w finansach publicznych ograniczają przestrzeń fiskalną do reakcji na negatywne szoki.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

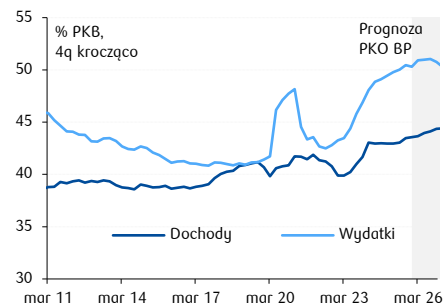
Główne źródła niepewności to: (1) wprowadzenie tarcz antyinflacyjnych; (2) skala wydatków militarnych; (3) kampania przed wyborami w 2027; (4) zmiany stóp proc. i kursów FX, (5) zmiany podatkowe.

Polityka fiskalna†

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-6,8	-7,0	-7,0	-6,7	-7,3	-7,0	-7,0	-6,5	-6,5	-6,7	-6,5
Dochody (% PKB, ESA2010)	43,0	43,0	43,5	43,6	43,6	43,9	44,0	44,3	43,0	43,6	44,3
Podatki związane z produkcją (% PKB, ESA2010)	14,3	14,0	14,0	14,5	14,5	14,7	15,0	15,2	14,4	14,5	15,2
Wydatki (% PKB, ESA2010)	49,8	50,0	50,5	50,3	50,9	51,0	51,0	50,8	49,4	50,3	50,8
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,2	2,5	2,6
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,5	-4,6	-4,5	-4,3	-4,8	-4,6	-4,5	-3,9	-4,3	-4,3	-3,9
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,3	-4,4	-4,4	-4,2	-4,7	-4,5	-4,4	-3,9	-4,1	-4,2	-3,9
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	57,3	58,1	58,1	59,3	61,3	63,0	64,6	65,8	55,1	59,3	65,8
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-7,1	x	x	x	-6,4	-5,8	-7,1	-6,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	50,1	x	x	x	54,8	44,6	50,1	54,8

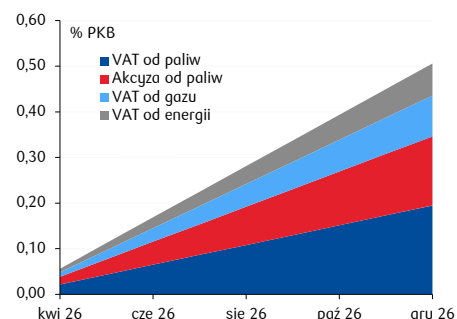
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Dochody i wydatki sektora GG



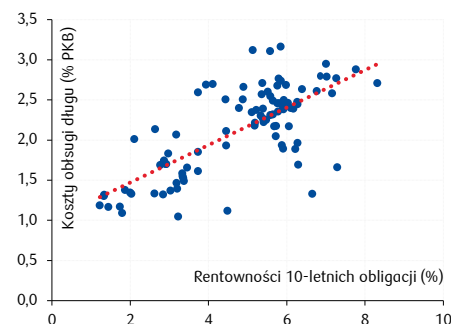
Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

Wpływ długości obowiązywania potencjalnych tarcz antyinflacyjnych na roczne saldo sektora GG *



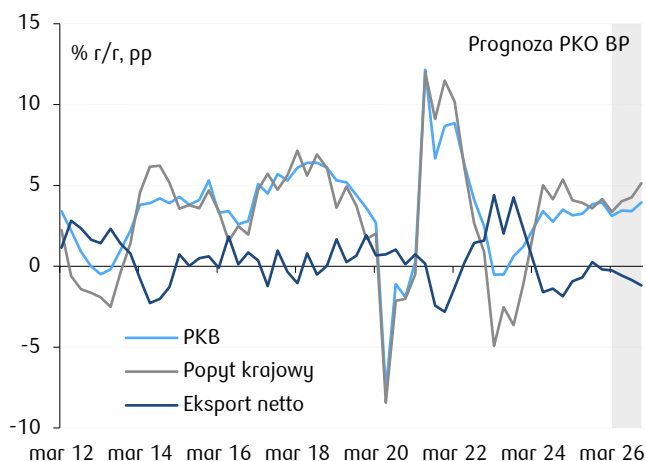
Źródło: MF, PKO Bank Polski. *Skutki dotyczące VAT i akcyzy od paliw na podstawie szacunków MF. Szacunki potencjalnych obniżek stawek VAT od gazu i energii oparte na OSR dotyczącej pierwszej tarczy antyinflacyjnej z 2022.

Rentowności 10-letnich obligacji a koszt obsługi długu (%PKB)

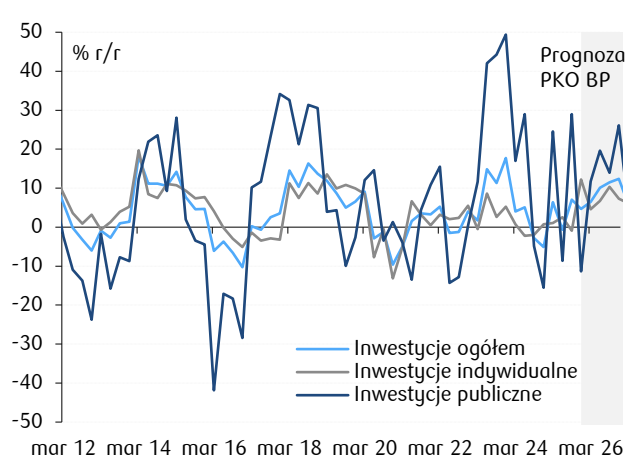


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

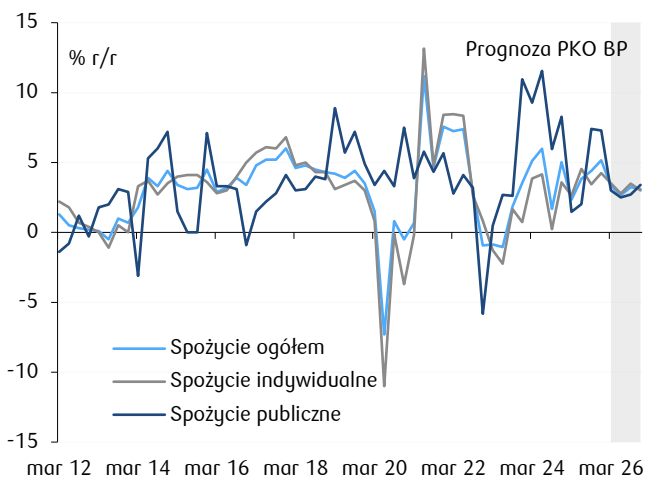
Realny PKB



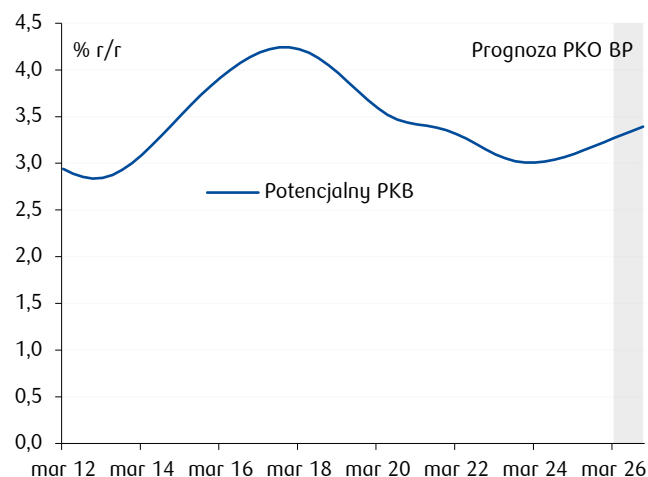
Popyt inwestycyjny



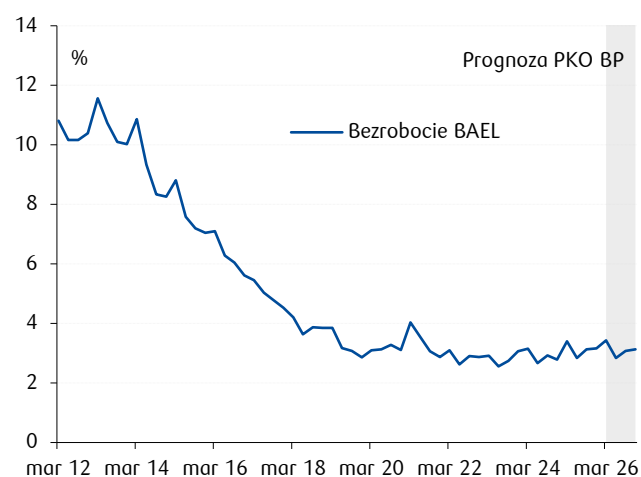
Popyt konsumpcyjny



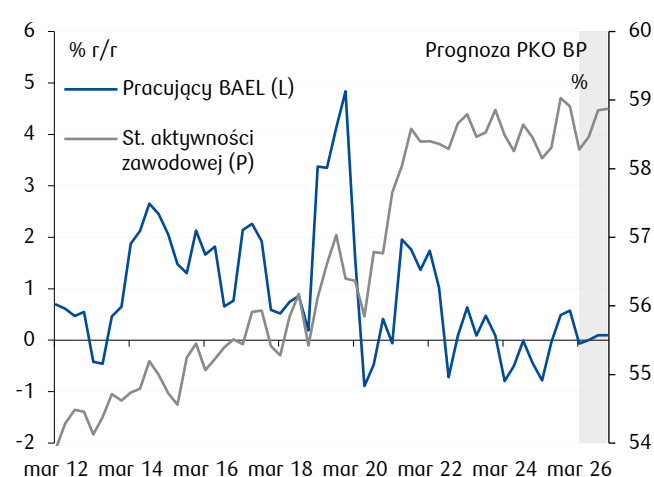
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

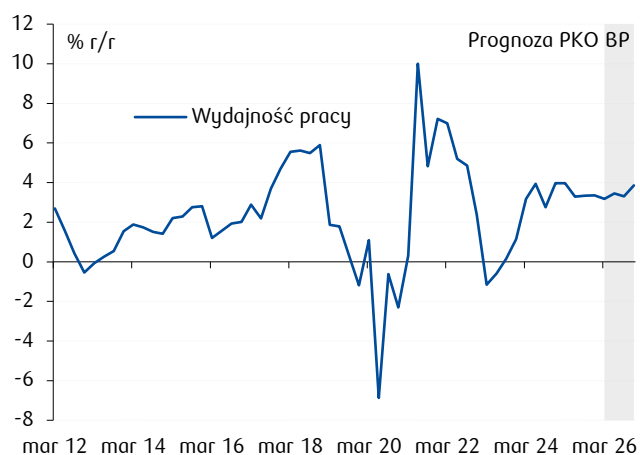


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

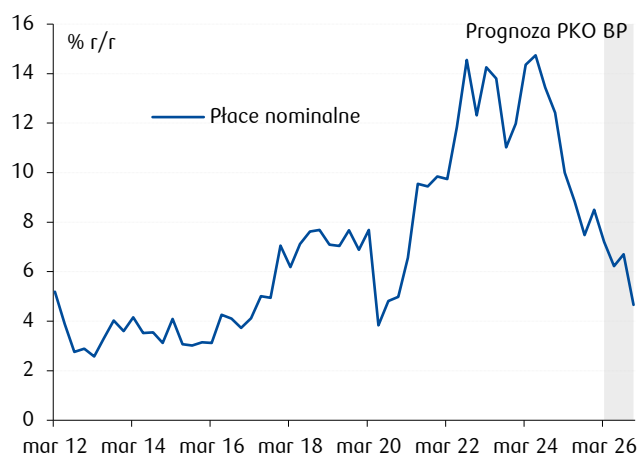


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

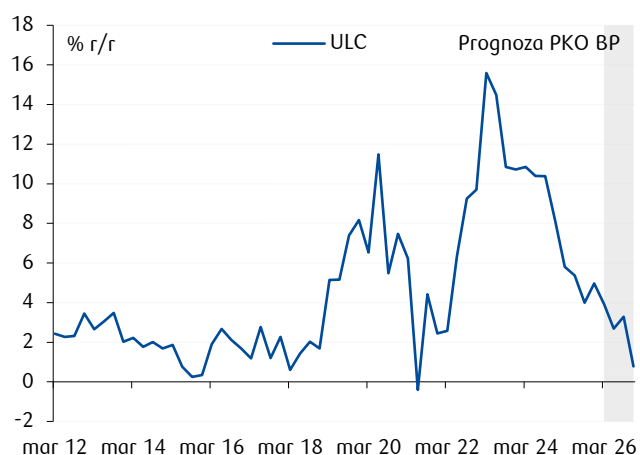
Wydajność pracy*



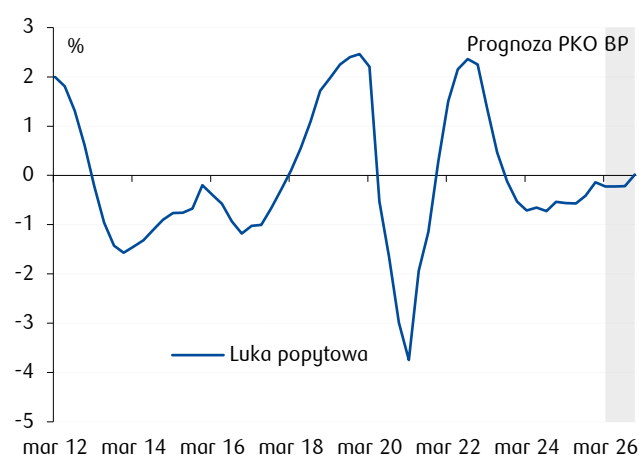
Płace w gospodarce narodowej



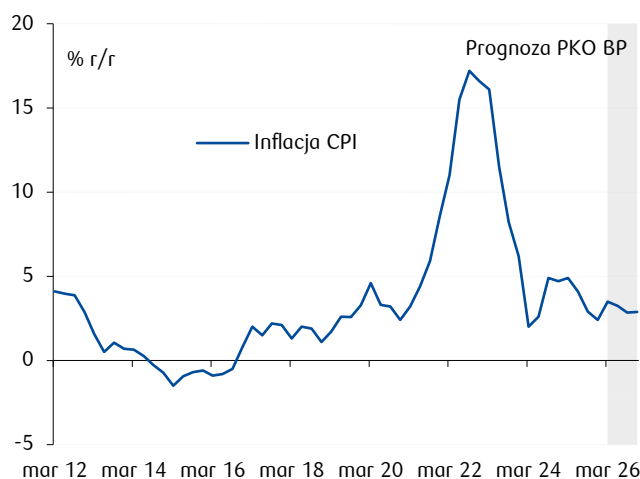
Jednostkowe koszty pracy*



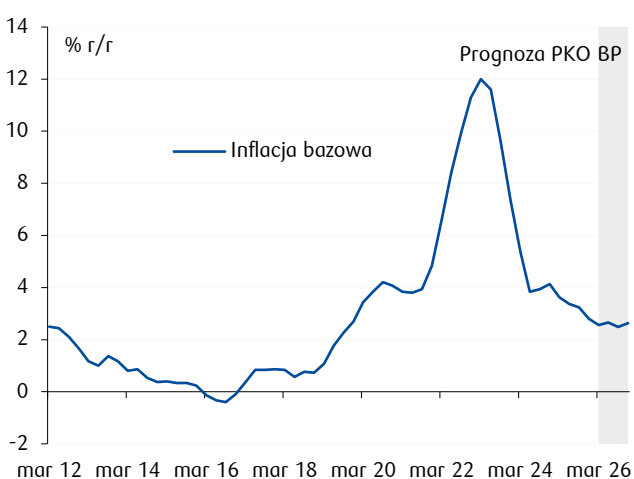
Luka popytowa



Inflacja CPI

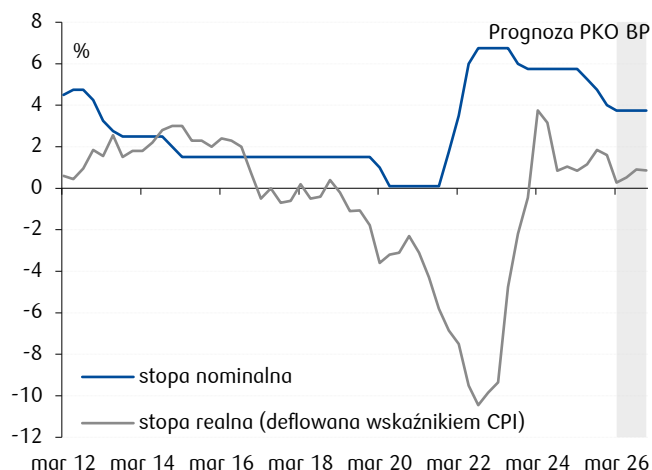


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

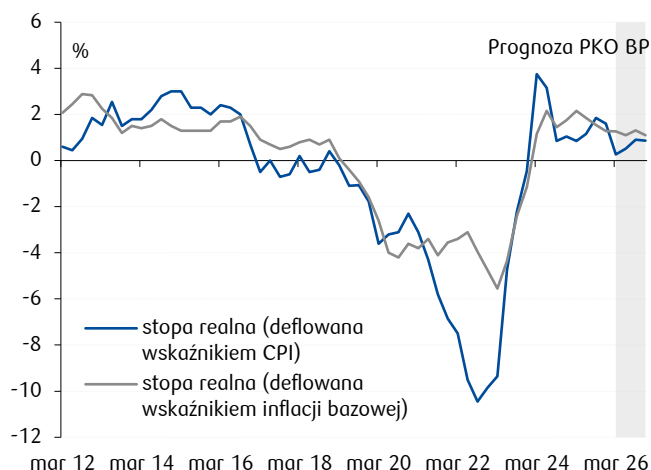


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

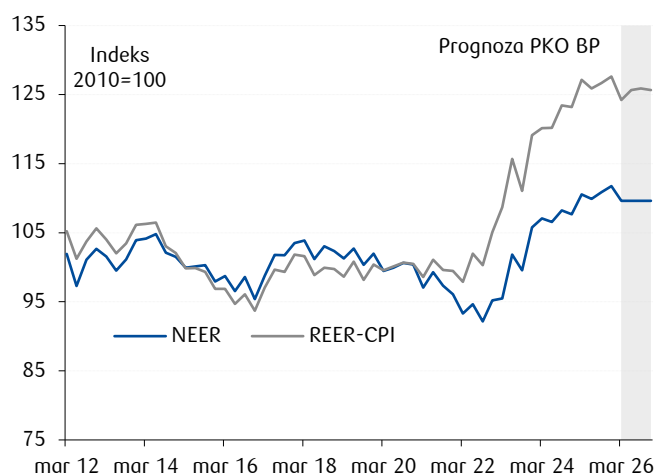
Stopy nominalne vs realne



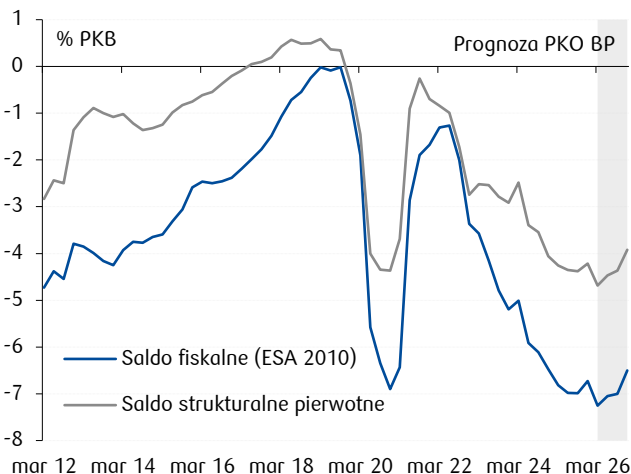
Stopy realne



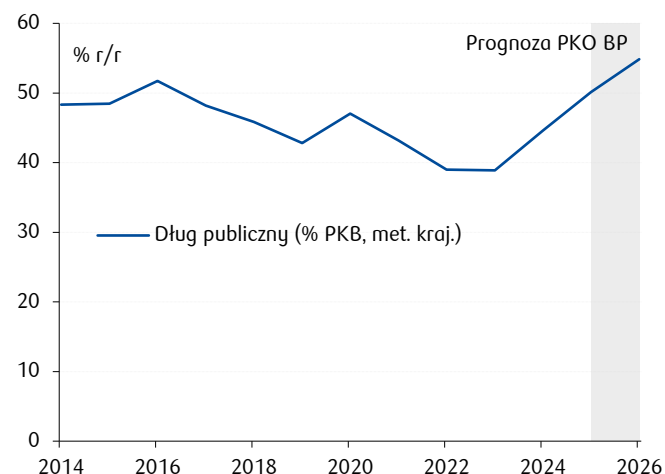
Założenia dotyczące NEER i REER*



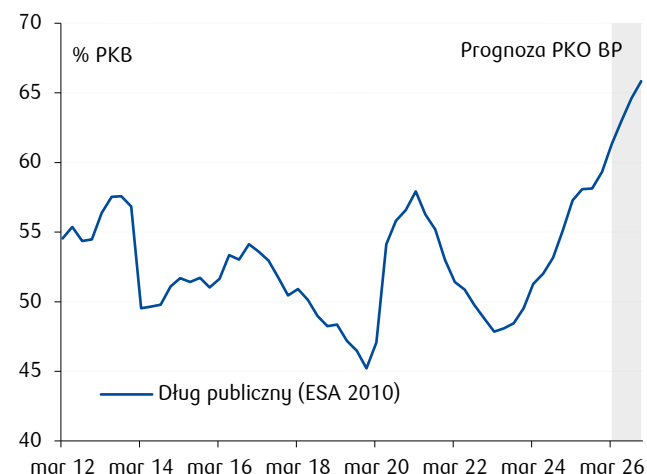
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

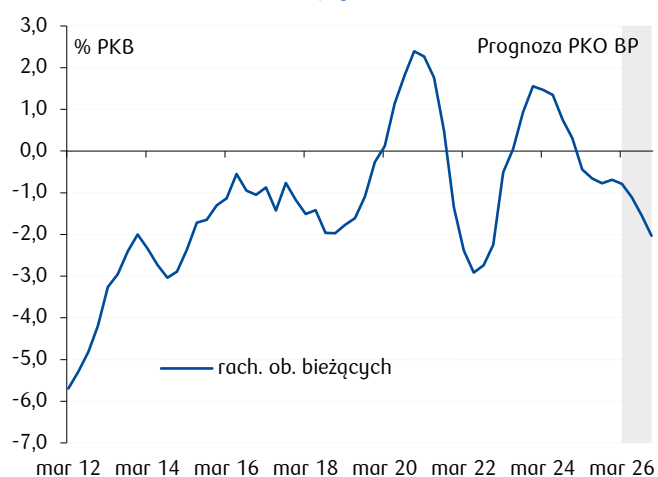


Dług publiczny (ESA 2010)

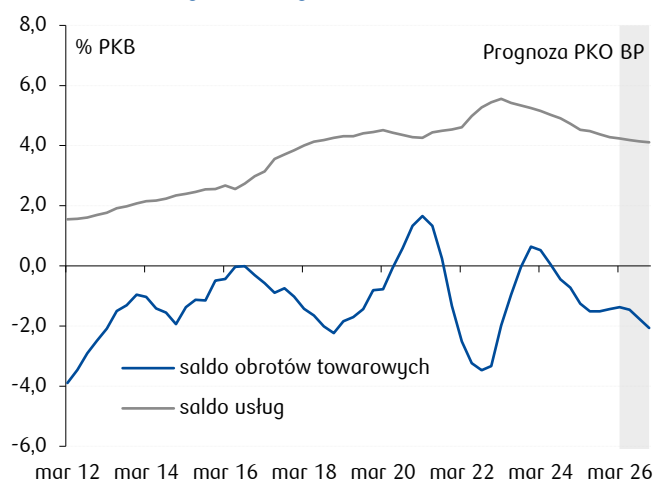


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

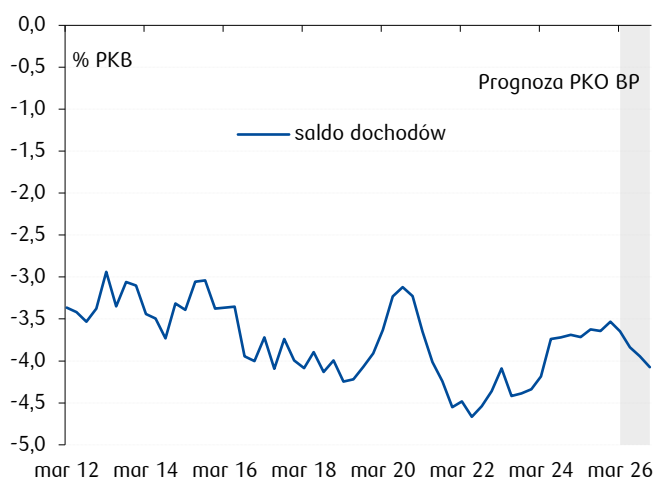
Saldo rachunku obrotów bieżących



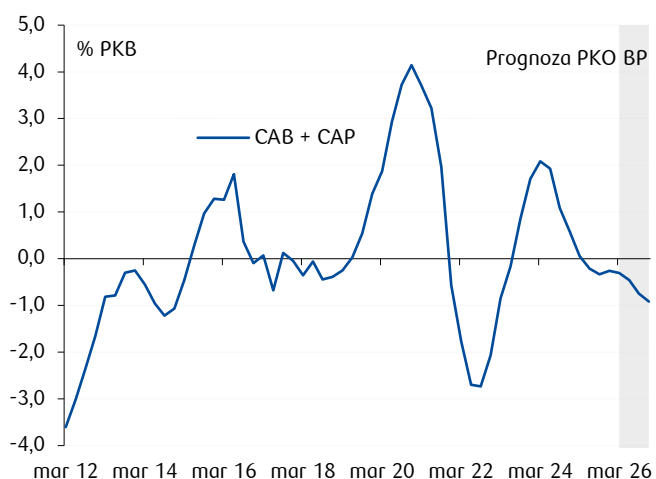
Saldo handlu zagranicznego



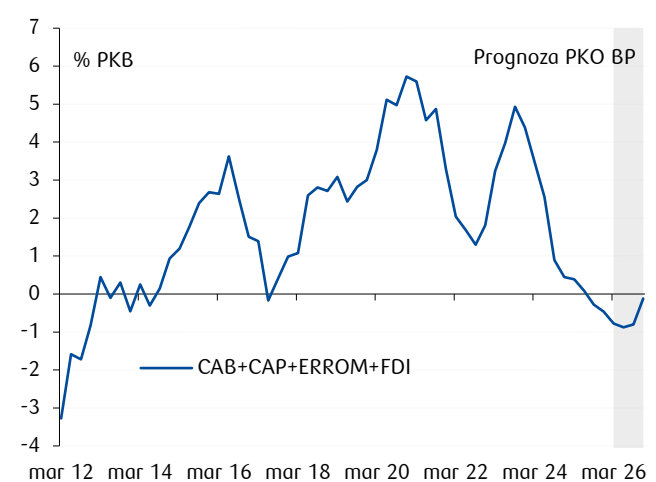
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



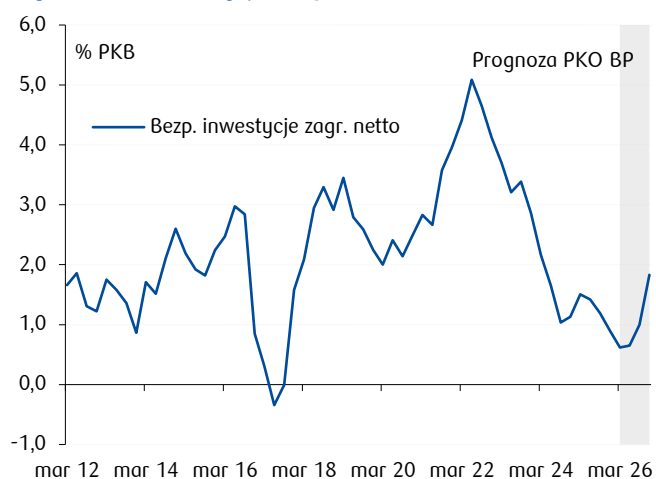
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zagraniczne inwestycje bezpośrednie netto



Źródło: NBP, PKO Bank Polski, *CAB - rachunek obrotów bieżących, FDI - bezpośrednie inwestycje zagraniczne, CAP - rachunek kapitałowy, ERR - błędy i opuszczenia.

Roczne wskaźniki makroekonomiczne dla Polski

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	5,2	6,2	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,0	3,6	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	5,3	6,4	3,4	-2,6	8,1	4,7	-2,4	4,2	3,9	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,7	3,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	1,8	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	-0,9	4,3	10,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	4,5	5,9	4,5	-1,5	4,7	3,3	2,2	3,2	3,8	4,2
Zapasy (pkt. proc.)	0,8	0,5	-1,1	-1,1	3,4	1,4	-4,6	1,0	0,1	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,6	-1,2	-0,4	-0,7
Produkt potencjalny (% r/r)	4,2	4,1	3,8	3,5	3,4	3,2	3,0	3,0	3,2	3,3
Nominalny PKB (mld PLN)	1997	2148	2314	2363	2662	3101	3415	3653	3894	4162
Rynek pracy										
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	0,6	3,9	0,2	1,3	0,5	0,3	-0,4	0,1	0,0
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,7	55,7	56,5	56,4	58,2	58,4	58,7	58,5	58,6	58,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	4,9	3,9	3,2	3,2	3,4	2,9	2,8	2,9	3,1	3,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,1	5,7	5,6
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,8	13,7	8,7	6,2
Wydajność pracy (% r/r)	3,4	5,6	0,7	-2,2	5,6	4,9	-0,1	3,5	3,5	3,4
ULC (% r/r)	1,9	1,4	6,4	7,7	3,1	6,9	12,9	9,9	5,0	2,7
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	2,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	2,7	0,8	1,2	0,8
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,5	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	3,4	0,3	0,5	0,6
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,5	2,5	1,9	1,5
Inflacja bazowa (% r/r)	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	4,3	3,3	2,6
Deflator PKB (% r/r)	1,8	1,2	3,0	4,2	5,4	10,5	10,2	3,8	2,9	3,2
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2268,2	2479,8	2737,7	2970,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,5	9,3	10,4	8,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,3	4,6	8,0	5,6
Kredyty ogółem (mld PLN)	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1428,1	1499,6	1575,3	1683,7
Kredyty ogółem (% r/r)	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	-0,1	5,0	5,0	6,9
Depozyty ogółem (mld PLN)	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2065,3	2266,0	2474,1	2617,4
Depozyty ogółem (% r/r)	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	9,3	9,7	9,2	5,8
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-0,7	-2,0
Bilans handlowy (% PKB)	-1,0	-2,2	-0,8	1,3	-1,3	-3,3	0,6	-0,7	-1,4	-2,1
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,6	2,9	2,2	2,5	4,0	4,1	2,9	1,1	0,9	1,8
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,5	-6,7	-6,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,6	-1,8	-3,1	-4,3	-4,3	-3,9
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	0,2	0,5	-0,4	-4,4	-0,7	-2,7	-2,9	-4,1	-4,2	-3,9
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,4	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,1	59,3	65,8
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00	3,75
Realna st. ref. defl. CPI (%)	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,45	1,05	1,60	0,86
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,15	1,75	1,27	1,10
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	4,25
REER defl. CPI (% r/r)	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,6	12,2	7,1	4,2	-1,2

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	693 333 127
-------------	--	-------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka Zespołu)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:
centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

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. Świętokrzyska 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.