

Scenariusz(e) na 2026 rok: jeszcze szybszy wzrost, jeszcze niższa inflacja

26 listopada 2025



**Embargo w zakresie publikacji
całego raportu do 10:00 26.11.2025,
kiedy pojawi się na stronie
makroekonomia.mbank.pl**



Spis treści

- Jaki będzie 2026 rok? (3)
- Rozliczenie scenariusza 2025 (4)
- Wzrost, procesy realne (5-15)
- Inflacja i kursy walutowe (16-23)
- Polityka fiskalna i pieniężna (24-28)
- Prognozy numeryczne (29)
- Kontakt i uwagi (30-31)

**Embargo w zakresie publikacji
całego raportu do 10:00 26.11.2025,
kiedy pojawi się na stronie
makroekonomia.mbank.pl**

25.11.2025

Scenariusz(e) na 2026 rok

Jaki będzie 2026 rok?

Scenariusz „Złotowłosej” gospodarki

Zrelaksowany miś, przyglądający się z apetytem owsiance o idealnej temperaturze sugeruje, że bardzo podobnie będzie wyglądała gospodarka. To bezpośrednie nawiązanie do anglojęzycznego pojęcia *goldilocks economy*, a więc czegoś w sam raz, optymalnego. Wzrost przyspieszy, a inflacja spadnie. Idealnie.

Gospodarka Globalna: USA, Chiny i strefa euro

Nie spodziewamy się recesji w USA. Fed wciąż ma przestrzeń na cięcia stóp, a pozytywnym zaskoczeniem może być polityka fiskalna. Uważamy, że dojdzie jeszcze tylko do dwóch obniżek stóp po 25pb. W strefie euro widać powolne ożywienie, napędzane cyklicznie niższymi stopami procentowymi. EBC raczej skończył luzowanie, choć ryzyka rozkładają się w kierunku niższych stóp. Chiny pozostają "czarną skrzynką", ale ich cel jest jasny: zmniejszenie przeinwestowania i wsparcie konsumenta. To proces rozłożony nie na kwartały, lecz lata. Chiny ani specjalnie nie napędzą, ani nie spowolnią globalnej gospodarki w 2026 roku. Będą za to źródłem tanich towarów, co sprzyja niskiej inflacji w Europie i Polsce.

Główne ryzyko (w dół): wyjątkowe sprzęgnięcie globalnych inwestycji z sektorem technologicznym USA. To napędza cykl, ale pęknięcie bańki (?) mogłoby go gwałtownie wykołować.

Geopolityka i surowce

Patrzymy na 2026 rok z ostrożnym optymizmem.

Ropa: Nadpodaż surowca oraz zbliżenie na linii USA-Arabia Saudyjska ograniczają ryzyko skoków cenowych.

Bliski Wschód: Napięcia zostały rozładowane. W najbliższym roku powinien być większy spokój, a uwaga skierowana na jego formalne usankcjonowanie (traktaty, sojusze, rozmowy).

Daleki Wschód: Tajwan pozostanie wdzięcznym tematem do dyskusji geopolityków. Oś sporu Chiny-USA pozostaje naszym zdaniem głównie gospodarcza, bez wojny kinetycznej.

Ukraina: Rosną naciski na zakończenie wojny. Ciekawym scenariuszem jest możliwa rola Turcji jako gwaranta bezpieczeństwa. Wznowienie oficjalnej podaży surowców z Rosji byłoby kolejnym, pozytywnym (dezinflacyjnym) szokiem cenowym.

Polska: przyspieszenie i niskie stopy

Polska gospodarka przyspieszy z 3,6% w 2025 r. do 4,2% w 2026, napędzana kumulacją inwestycji, mocną konsumpcją i umiarkowanymżywieniem eksportu. To prognoza odważniejsza od rynku (3,7-3,8%), choć wciąż (od września) taka sama. Podobnie odważne są nasze prognozy inflacji. Średni wzrost cen spadnie do 2,3% (konsensus w okolicach 2,7-3,0%). Stopy procentowe zostaną zredukowane do 3% (konsensus 3,5%). Rewizja naszych prognoz wynika z niskich cen żywności i paliw oraz braku presji płacowej, nawet mimo punktowego ożywienia aktywności inwestycyjnej. Zakładamy, że obniżki stóp będą w kolejnych miesiącach ostrożne (2x25pb), ale przyspieszą w drugiej połowie roku (3x25pb).

Co z polityką fiskalną? Choć wydatki są duże, mają one charakter importowy (zbrojenia) i nie są wcale mocno pro-inflacyjne. Ryzykiem jest rok wyborczy i pokusa stymulacji konsumpcji. Wątpliwe jednak, aby konkretne działania wprowadzane były przed wyborami na jesieni 2027 roku. Tym samym jakakolwiek implementacja ujawni się dopiero w 2028 roku (o ile w ogóle), co przekreśla istotność tego parametru gospodarki dla scenariusza bazowego już w 2026 roku.

Rozliczenie scenariusza 2025

Wzrost

USA: Oczekiwany przez nas wzrost na poziomie 2% okazał się niemal równy z wynikami odnotowanymi w I połowie roku. Niestety, zamknięcie rządu spowoduje pogłębienie spowolnienia (liczba publikacji danych znacząco się obniżyła). Niezłe wyniki z I połowy roku były częściowo związane z gromadzeniem zapasów przed wejściem ceł (=druga połowa roku będzie słabsza).

EMU: Wzrost na poziomie 0,9% okazał się zbyt niski. Wynik z III kwartałów to 1,4%. Wskaźniki koniunktury wykazują na powolną poprawę. Po stronie fiskalnej kontynuowana była raczej polityka ekspansywna, do czego pośrednio mogła przyczynić się polityka Trumpa.

Polska: Wzrost w pierwszych III kw. wyniósł 3,4%. Nasza całoroczna prognoza 3,8% będzie zawyżona (faktyczna wartość bliższa 3,6-3,7%). Pozytywnym zaskoczeniem była wysoka dynamika konsumpcji. Negatywnym, relatywnie niska (i bardzo mocno zmienna) dynamika inwestycji.

Rynek pracy

USA: Chłodzenie rynku pracy (spadek popytu na pracę, lekki wzrost stopy bezrobocia, nieznaczne hamowanie płac). Wyhamowanie wzrostów zatrudnienia to jednak również efekt niższych wzrostów podaży pracy. Równowaga na ostrzu noża.

EMU: Wzrost płac spowolnił na przestrzeni ostatnich miesięcy. Wskaźniki wyprzedzające sygnalizują kontynuację tego procesu. Wzrost zatrudnienia pozostaje względnie niski jak na historyczne standardy.

Polska: Rynek pracy schłodził się. Zatrudnienie nieznacznie spadło. Niższy popyt na pracę spotkał się z niższą podażą. Stopa bezrobocia nieznacznie wzrosła w miarach rejestrowanych z uwagi na zmiany regulacji. Płace w sektorze przedsiębiorstw wyhamowały (średnio) do momentu pisania tego rozliczenia do 7%, płace w gospodarce narodowej zatrzymały się średnio ~8%. Trajektoria spadkowa.

Inflacja

USA: Wygasanie presji cenowej zakłócone wojną handlową (zdecydowanie D. Trumpa w zakresie nakładania ceł okazało się wyższe od naszych oczekiwań). Filtracja efektów celnych powolna, aczkolwiek widoczna i rozciągnięta w czasie z uwagi na poczynione zapasy.

EMU: Powrót inflacji do celu wraz z wygasaniem dynamik płacowych. Szok celny okazał się szokiem dezinflacyjnym dla strefy euro.

Polska: Trajektoria inflacji okazała się poprawna. Efekty zmiany koszyka inflacyjnego okazały się wyjątkowo duże i cała ścieżka inflacji przesunęła się istotnie w dół. Po tej korekcie poziomy inflacji wyznaczone na początku roku – zarówno w zakresie inflacji bazowej, jak i inflacji okazały się trafne.

Stopy procentowe i kursy walutowe

USA: Diagnozowaliśmy, że Fed raczej nie będzie przejmował się wyżkami inflacji powodowanymi przez efekty celne. To był błąd (postąpił zgodnie z *forward guidance*) opóźniając kontynuację obniżek. Gdyby Fed zdecydował się na jeszcze jedno cięcie w grudniu (25pb), oczekiwany poziom stóp procentowych byłby idealnie zgodny z naszą prognozą.

EMU: Zgodnie z oczekiwaniami, EBC ciął stopy relatywnie szybko, osiągając prognozowany poziom stopy depozytowej 2% w połowie roku. Szanse na dalszą korektę stóp procentowych w tym roku są niskie, ale nie zerowe.

Polska: Zakładaliśmy agresywny scenariusz cięć stóp procentowych, który zamiast w marcu rozpoczął się w maju (ale też 50pb cięciem!). Jest grudzień i wygląda na to, że rok zakończy się tylko 25pb powyżej naszej prognozy. *Forward guidance* RPP wprowadziło więcej zamętu niż klarowności i RPP poruszała się zgodnie ze zrealizowanymi prognozami inflacji. Niestety my daliśmy się po drodze nabrać.

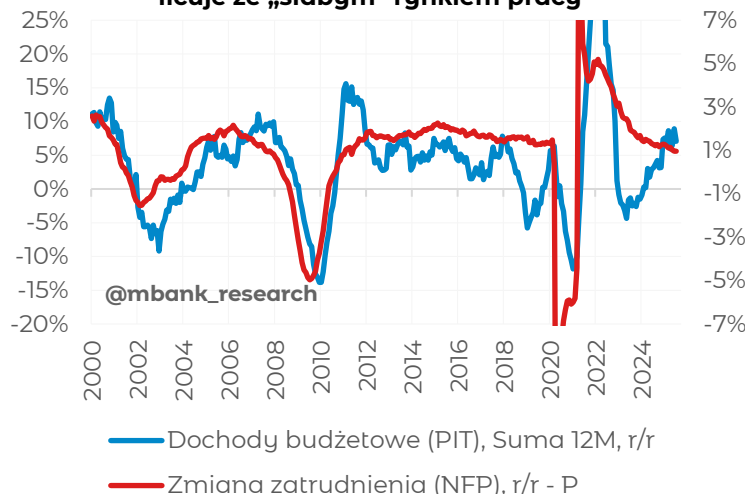


Blok 1: wzrost, procesy realne

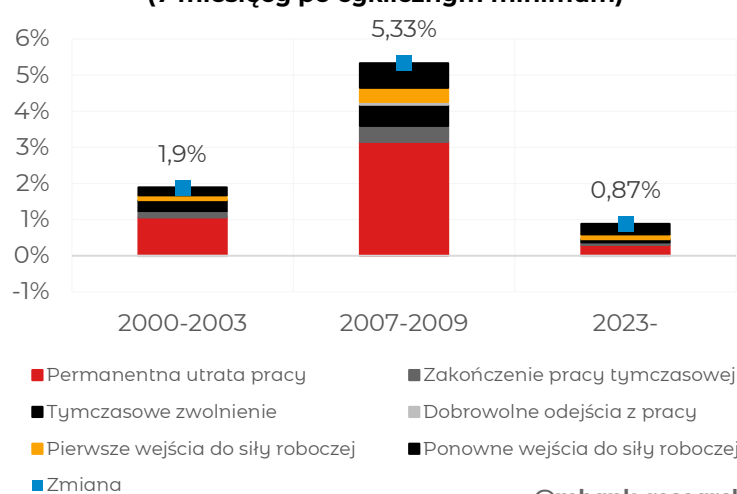


USA: bez recesji, echa celne utrzymają nieznacznie podwyższoną inflację

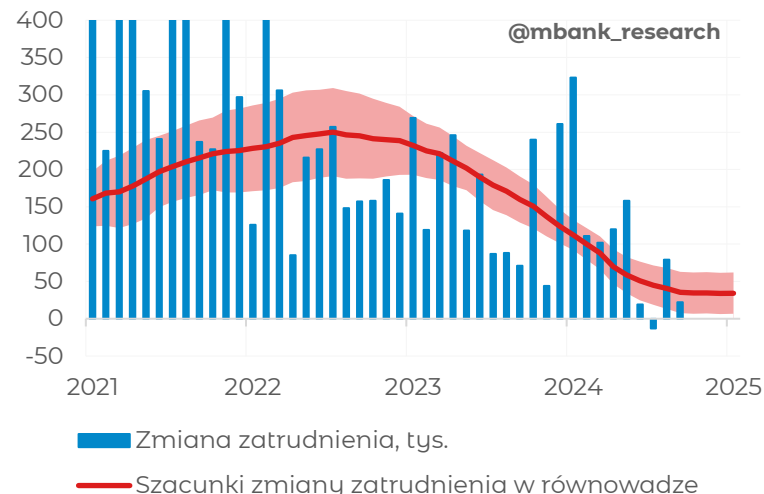
Wpływy z PIT stabilnie w górę, co nie licuje ze „stłym” rynkiem pracy



Zmiana stopy bezrobocia umiarkowana (7 miesięcy po cyklicznym minimum)



Równowaga rynku pracy na niższym poziomie



Teoria a rzeczywistość w polityce celnej



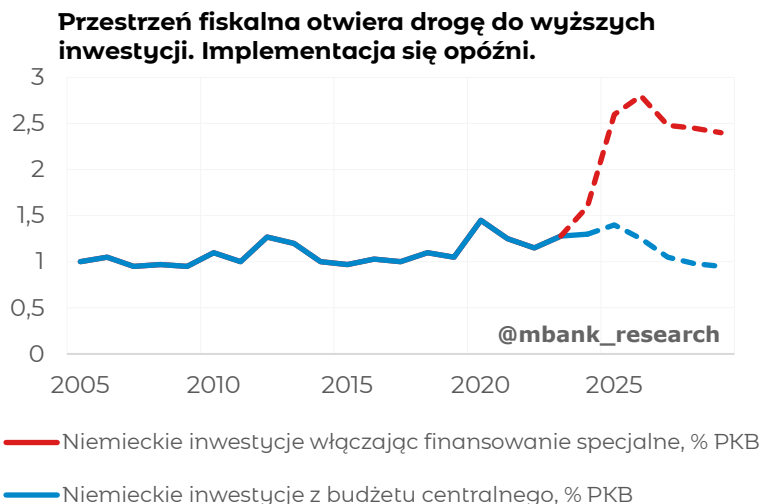
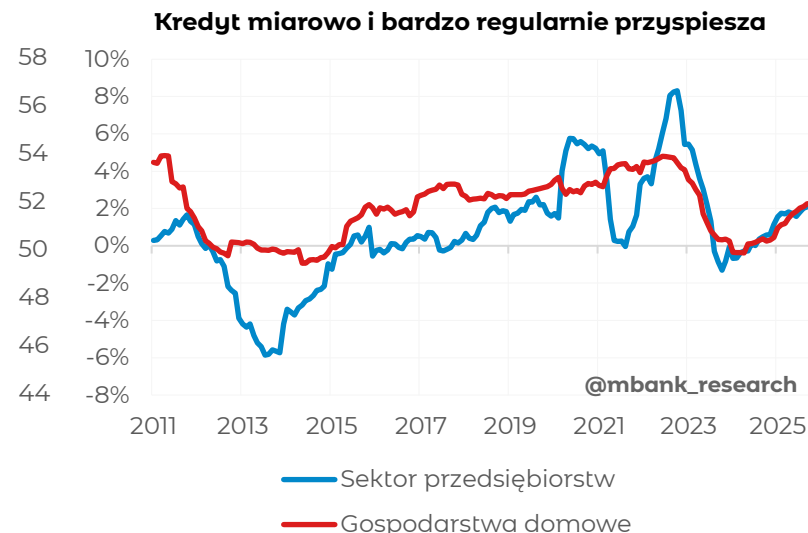
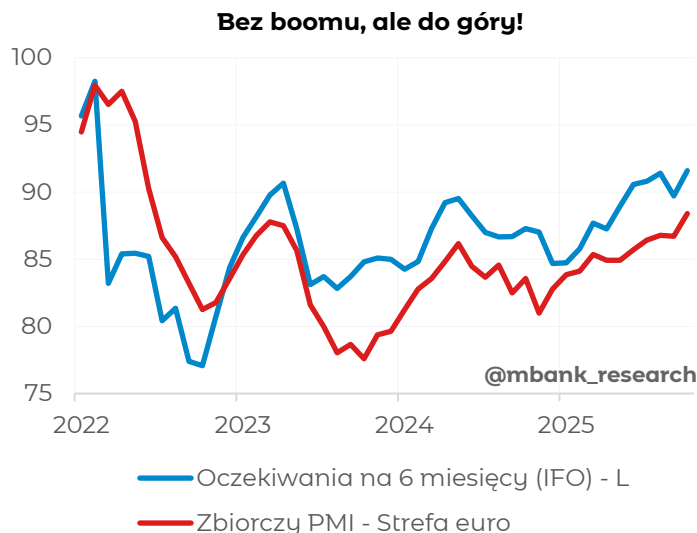
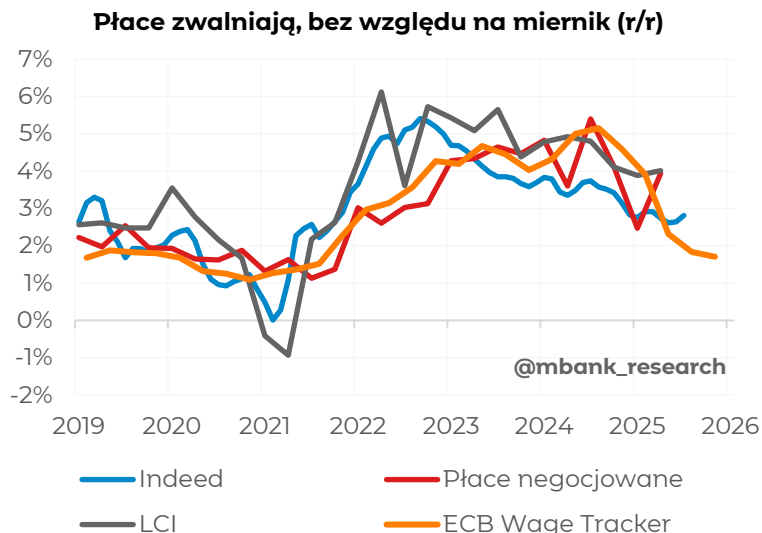
Amerykańska gospodarka ma za sobą turbulentny okres, do czego przyczyniła się polityka celna prezydenta (płatnika ceł poszukiwaliśmy w tekście [tutaj](#)) oraz tarcia w Kongresie. Rekordowej długości *government shutdown* skończył się po 43 dniach, ale w perspektywie pojawia się kolejna dogrywka na początku 2026 roku. Zostawiając jednak zmienność na boku, **obraz w perspektywie nie wygląda jednak źle**. Na odsiecz ruszała (ruszy) polityka pieniężna (fiskalna).

Rynek pracy charakteryzuje się coraz niższą dynamiką. Nie przekłada się to jednak na szybsze wzrosty stopy bezrobocia, co miało miejsce w poprzednich cyklach. Szacuje się ([link](#)), że obniżenie liczby migrantów (zahamowanie napływu + deportacje) poskutkowało obniżeniem zmiany zatrudnienia spójnej ze stabilizacją stopy bezrobocia do 30-40 tys. Co ciekawe, mimo medialnie dużych zmian w liczbie tworzonych miejsc pracy, spowolnienia nie widać chociażby w dochodach budżetowych, gdzie w ostatnich miesiącach dominował trend wzrostowy (podatek PIT). Siła nabywczą pozostaje niezła. **W tych warunkach trudno uznać rynek pracy za forpocztę nadchodzącej recesji.**

Impuls inflacyjny z ceł może filtrować się przez większość 2026 roku, gdy w końcu większy ciężar z tego tytułu przeniesiony zostanie na konsumentów (o szczegółach czytaj [tutaj](#)). Dochody z tytułu ceł implikują jednak (na razie) niższą stawkę niż ta ogłoszona. Ostatnie pomysły administracji dotyczące tzw. dywidendy celnej, która w kwocie 2 tys. USD miałyby trafić do „płacących podatki” Amerykanów (poza najlepiej zarabiającymi) to impuls konsumpcyjny rządu 0,5%-1,0% PKB. Sposób dystrybucji tych środków nie musi jednak oznaczać bezpośrednich transferów pieniężnych, co może ograniczać ich dodatni wpływ na inflację.

Fed skutecznie balansuje pomiędzy ryzykami dla rynku pracy oraz dla inflacji stając się dodatkowym stabilizatorem koniunktury. Jeszcze jednak chyba nigdy wyceny giełdowe kilku spółek nie były tak istotne dla aktywności inwestycyjnej w USA. Reasumując, prognozujemy scenariusz, w którym gospodarka amerykańska nie rośnie nadmiernie szybko, ale po raz kolejny nie wpada w recesję. **Stawiamy na wzrost PKB o 2,2% przy konsensusie 1,8%.**

Strefa euro: w stronę cyklicznego ożywienia bez inflacji

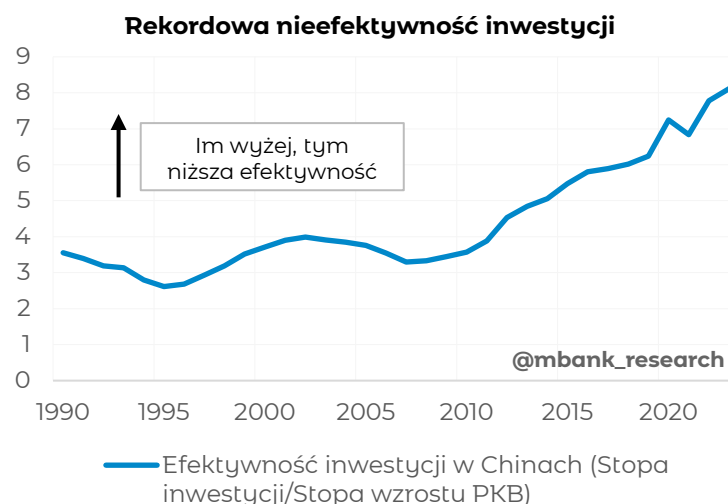
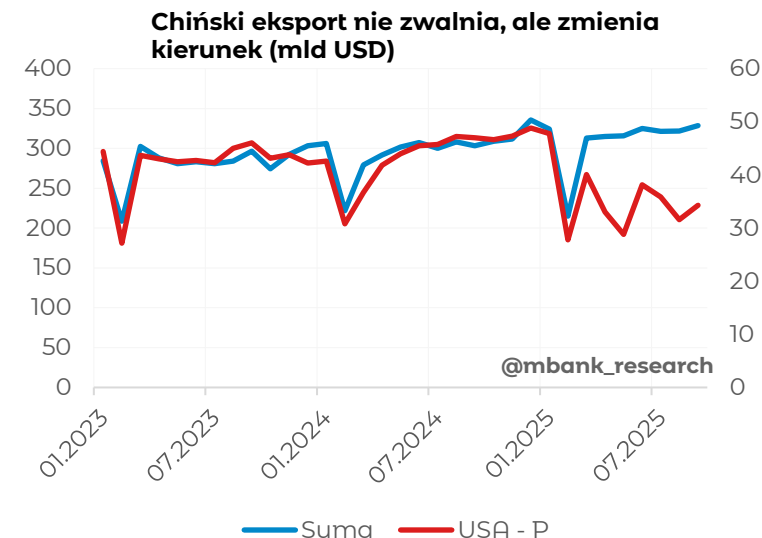
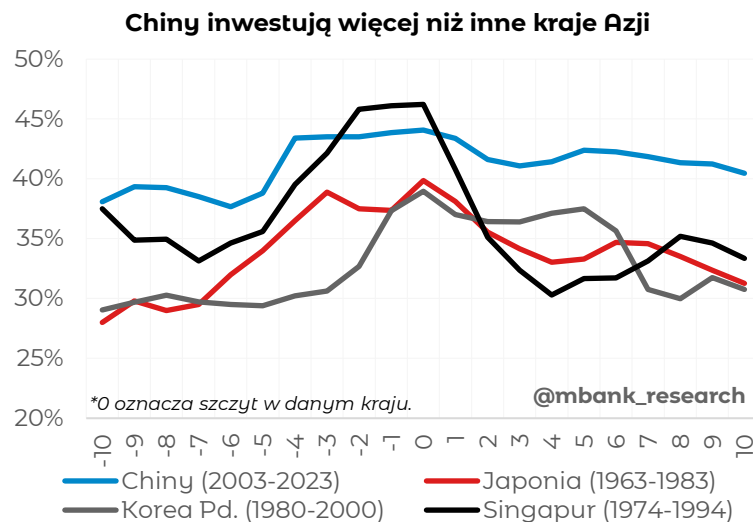


Wzrost PKB w ciągu ostatnich kwartałów nie napawał optymizmem. Jeszcze słabiej obraz wyglądał w gospodarce niemieckiej. **Perspektywy rysują się już jednak w jaśniejszych barwach.** Inflacja została opanowana, a wskaźniki wyprzedzające implikują dalsze chłodzenie presji płacowej do poziomów obserwowanych jeszcze przed wybuchem pandemii. Zaimplementowane do tej pory obniżki stóp zbiegają się z powolnym rozpędzaniem akcji kredytowej. Standardowe opóźnienia sugerują dalszy postęp w tym zakresie.

Wskaźniki koniunktury budzą się do życia. Oczekiwania w gospodarce niemieckiej oraz te dla całej strefy euro osiągnęły najwyższe poziomy sprzed rozpoczęcia wojny w Ukrainie. **Naszym zdaniem poprawa sentymentu, w połączeniu z ożywieniem akcji kredytowej, implikuje cykliczne ożywienie gospodarcze na przestrzeni kolejnego roku.** Poza kwestiami cyklicznymi warto też odnotować pewne zmiany strukturalne. Nowe pakiety fiskalne, luzowanie reguł budżetowych czy odwołanie wejścia w życie ETS2. Tematy fiskalne opisywaliśmy [tutaj](#). Choć kwantyfikacja wpływu dodatkowych wydatków na gospodarkę jest bardzo karkołomna – podobnie jak określenie momentu, kiedy wydatki te mocniej szarpną wzrostem – spodziewamy się, że pierwsze implikacje dla wzrostu PKB widoczne będą w 2026 roku.

Z tego powodu dostrzegamy szanse na wzrost PKB powyżej konsensusu (1,4% vs 1%). Czujemy się w obowiązku również wspomnieć, że sentyment w zakresie ogólnej konkurencyjności gospodarki porusza się często razem z cyklem. O ile w poprzednim roku znalazło się mnóstwo tematów do narzekania, które de facto mogły dodatkowo hamować cykliczne ożywienie, obecna poprawa perspektyw może utworzyć pozytywne efekty zwrotne.

Chiny: reperowanie popytu krajowego potrwa lata



Cel dla wzrostu PKB w chińskiej gospodarce to wybór polityczny. **W przyszłym roku w zasięgu jest 4,5%.** Szczegóły rządowe w tym zakresie poznamy w marcu przyszłego roku. Wtedy też zostanie opublikowane sprawozdanie z posiedzenia dot. 5-letniego planu gospodarczego. Na moment pisania tego raportu wiemy jedynie, że **Chiny chcą w dalszym ciągu dążyć do zwiększania popytu krajowego.**

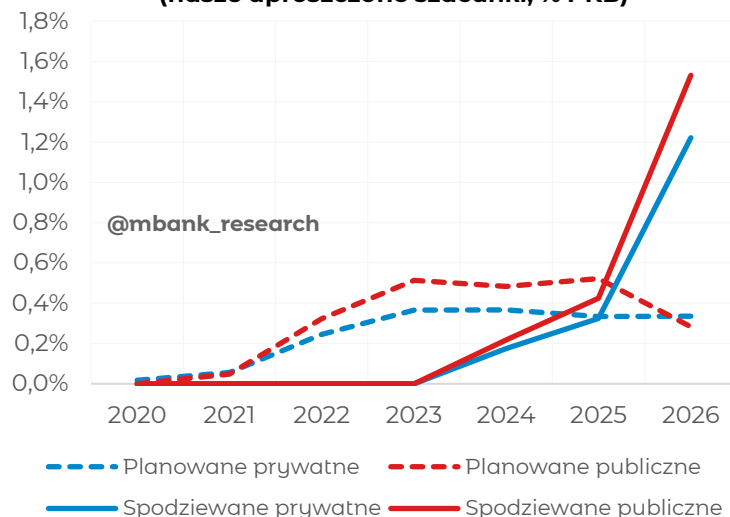
Władze są świadome, że nie da się tego osiągnąć przez podniesienie stopy inwestycji. Ta znajduje się na bardzo wysokim pułapie w relacji do innych krajów rozwiniętych, ale też w odniesieniu do państw azjatyckich z okresu boomu inwestycyjnego. Efektem nadmiernych inwestycji jest spadająca ich efektywność – trend, z którym mamy do czynienia od kryzysu finansowego. A spadająca efektywność to nadmiar kapitału, w szczególności także produkcyjnego. **Efektywna redukcja stopy inwestycji powinna z biegiem czasu zredukować nadwyżkę mocy produkcyjnych. Pamiętajmy jednak, że z uwagi na (od lat) kruchą równowagę finansową chińskiej gospodarki, w grę nie wchodzi nic ponad działania ostrożne i stopniowe.**

Od lat mowa jest o podnoszeniu konsumpcji, której udział w PKB znajduje się znacząco poniżej poziomu notowanego w krajach o podobnym pułapie rozwoju. Niska konsumpcja = wysoka stopa oszczędności = wysokie inwestycje. Odmiennie niż w gospodarce stricte rynkowej, władze mogą w dużej mierze sterować właśnie stopą inwestycji. Jej spadek powinien pozwolić na spadek stopy oszczędności, a więc potencjalnie wzrost udziału konsumpcji w PKB. **Aby uzyskać większą pewność w zakresie prawdopodobieństwa realizacji tego celu konieczna jest poprawa nastrojów konsumentów, choćby przez zatrzymanie spadków cen nieruchomości i zwiększenie rozmiarów systemu ubezpieczeń społecznych. To również wydaje się procesem rozłożonym na lata. W połączeniu z dużą nadwyżką mocy produkcyjnych, raczej nie wróży to szybkiego wzrostu inflacji.**

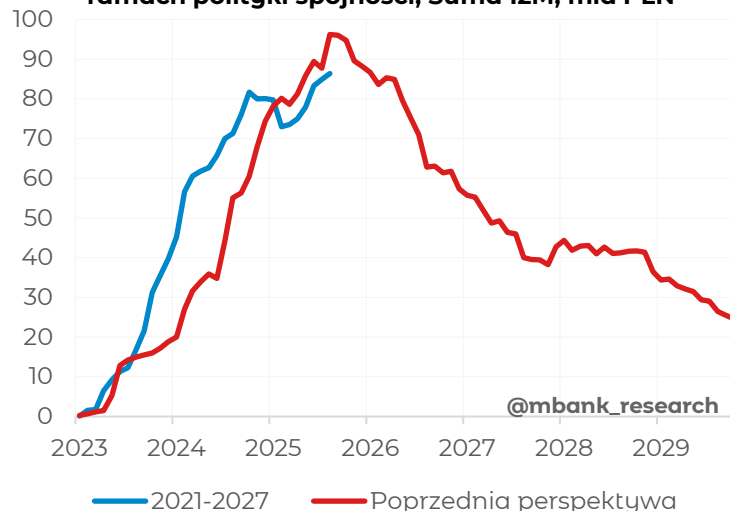
Spodziewamy się dalszego przekierowania strumienia eksportowego Chin do innych państw poza USA (głównie kraje azjatyckie, ZEA czy Brazylia). Proces ten wydaje się mieć dużo większy potencjał do trwania niż pierwotnie sądziliśmy.

Polska: w oczekiwaniu na (opóźnione) inwestycje

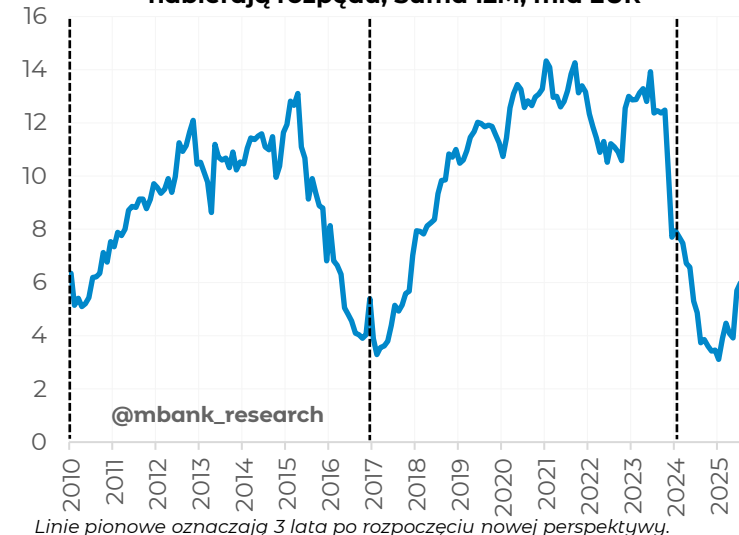
Wpłaty z KPO znacznie przyspieszą
(nasze uproszczone szacunki, % PKB)



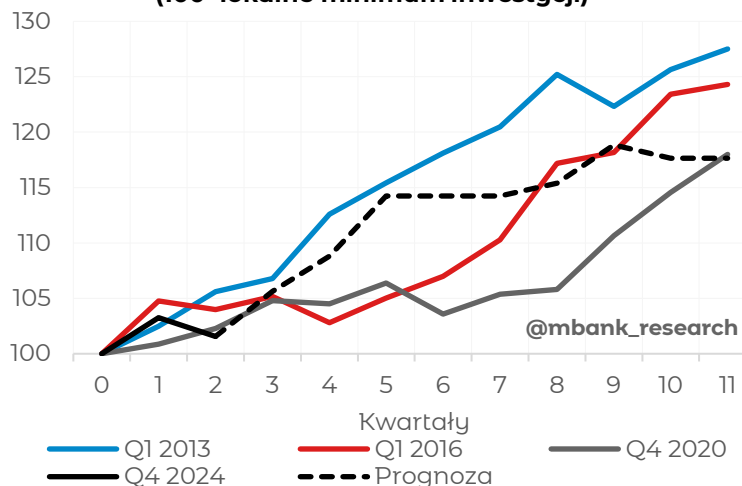
Szczyt podpisanych umów o dofinansowanie w
ramach polityki spójności, Suma 12M, mld PLN



Wpłaty funduszy z polityki spójności
nabierają rozpędu, Suma 12M, mld EUR



Ten cykl inwestycyjny będzie nieco inny
(100=lokalne minimum inwestycji)



Inwestycje miały być jasnym punktem gospodarki w 2025 roku. Tak niestety nie było, a cały cykl inwestycyjny uległ opóźnieniu.

Eksperti zwracają uwagę przede wszystkim na opóźnienia na linii dysponencji środków – wykonawcy kontraktów. Nasz odsłuch wśród klientów (+komentarze firm) sugeruje, że doszło do znaczącej poprawy w tym zakresie. Ostatnie kwartały inwestycji to także duża zmienność, którą łączymy z księgowaniem wydatków związanych z obronnością.

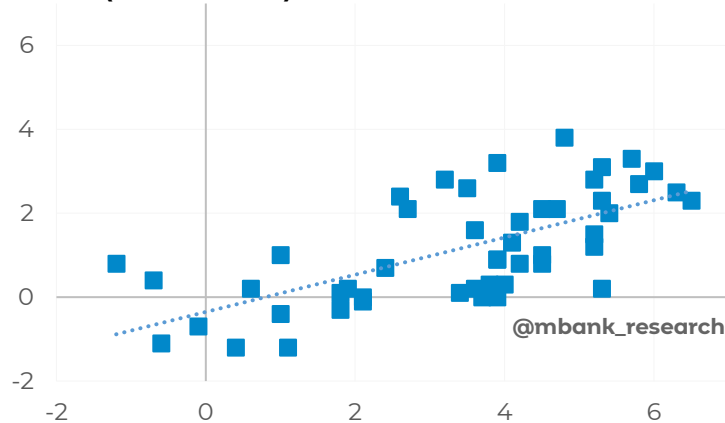
W dalszym ciągu oczekujemy istotnie pozytywnego wpływu wydatkowania funduszy unijnych. W przypadku KPO czasu na wykorzystanie środków jest jednak niewiele. W części grantowej fundusze te muszą zostać rozliczone do końca 2026 roku, zaś w części pożyczkowej do tego okresu muszą zostać podpisane umowy takich pożyczek (wpłata może mieć miejsce po tej dacie). Zakładamy, że rząd nie będzie chciał zaprzepaścić KPO, stąd w 2026 roku ujrzymy pokaźny napływ pieniędzy z tego tytułu. Nasze bardzo zgrubne szacunki napływu prezentujemy po lewej stronie (zakładamy pełne wykorzystanie; skala wpływ na PKB jest przeszacowana, bo zakłada jedynie porównanie wolumenów, bez założeń odnośnie do wartości mnożnika, który krótkookresowo będzie niższy niż 1 - import).

Coraz lepiej obraz zaczyna wyglądać w przypadku standardowej perspektywy wydatkowej w ramach polityki spójności. Widać jednak, że i tam nastąpiło opóźnienie w wykorzystaniu funduszy, a dopiero od początku 2025 roku pokazała się systematyczna poprawa. **Zakładamy, że w kolejnych latach nastąpi dynamiczne przyspieszenie wykorzystania tej części funduszy unijnych.** Zmiana zasady rozliczenia z „n+3” na „n+2” oznacza, że po zakończeniu obecnej perspektywy (2027), wszystkie projekty należy rozliczyć w ciągu kolejnych 2, a nie 3 lat (jak w poprzednich budżetach UE).

Z uwagi na antycypowane przyspieszenie wydatkowania w ramach KPO, wraz z jednoczesnym napływem funduszy spójności, spodziewamy się wyraźniejszego przyspieszenia wzrostu inwestycji w najbliższych kwartałach. **W efekcie obecny cykl inwestycyjny może przyjąć bardziej stromą trajektorię, przynajmniej w jego pierwszej fazie. Apogeum wydatków w ujęciu dynamicznym przypadnie na 2026. Inwestycje w 2026: +9,3% (konsensus 8%).**

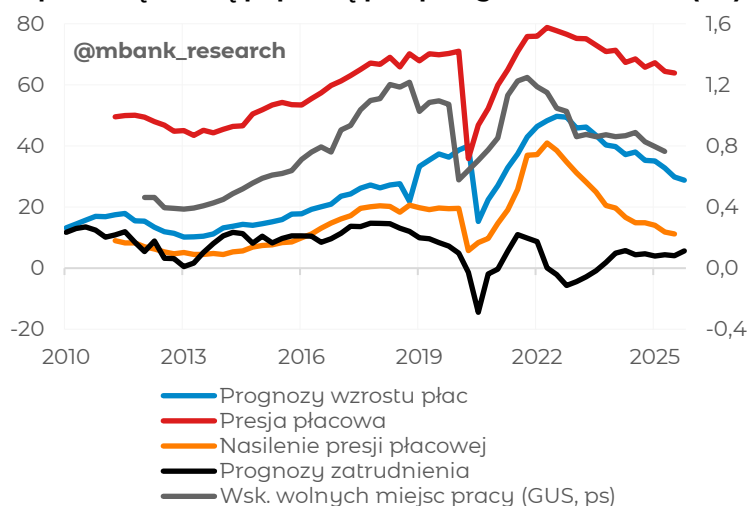
Polska: nadal słaby rynek pracy, hamowanie płac

Silniejszy wzrost PKB będzie sprzyjał (niewielkiemu) odbiciu zatrudnienia

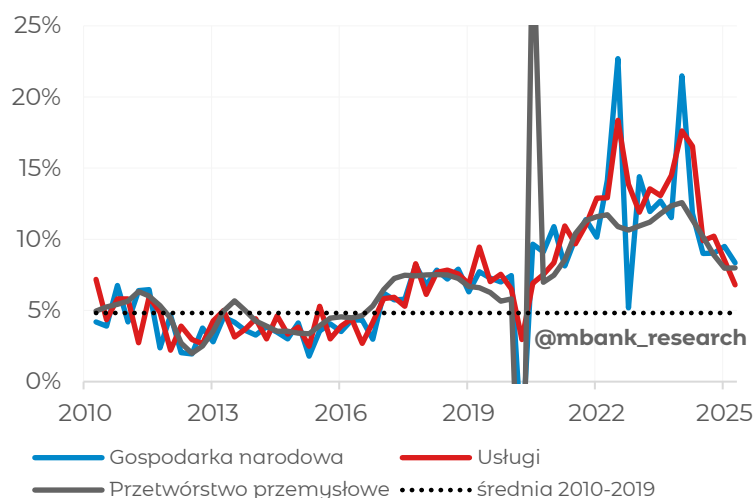


Oś pozioma: PKB (t-1, % r/r, SA), oś pionowa zatrudnienie w gospodarce narodowej (% r/r). Lata 2010-2019 i 2023-2025, pomijamy nietypowy okres 2020-2022.

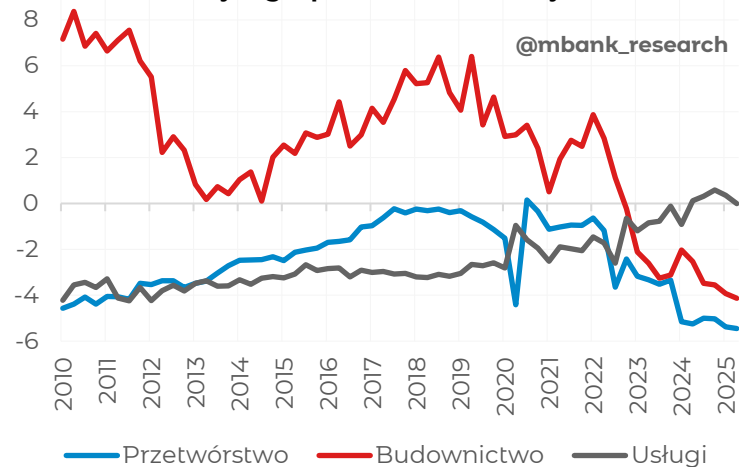
W badaniach NBP firmy odczuwają słabszą presję płacową i lekką poprawę perspektyw zatrudnienia (SA)



Presja płacowa wygasa w usługach i przemyśle, co doskonale widać na miarach SAAR



Przetarasowanie płacowe między sektorami: o ile % wyższe/nizsze jest wynagrodzenie od średniej w gospodarce narodowej?



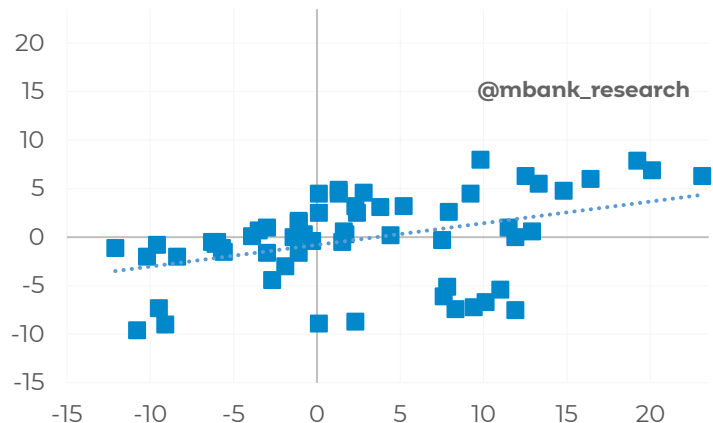
Rynek pracy pozostaje stabilny, a wzrost płac spowalnia. Aktualnie mierzy się on z dwoma głównymi siłami. Z jednej strony demografia nieubłaganie ściąga pracowników z rynku pracy. Tu dodatkowym ryzykiem pozostaje możliwy odpływ pracowników z Ukrainy w przypadku uspokojenia sytuacji na froncie (poświęciliśmy temu osobny [slajd](#)). Z drugiej strony szybszy wzrost PKB wiedziony inwestycjami i mocną konsumpcją powinien zwiększyć popyt na pracowników. Takie połączenie zazwyczaj rodzi obawy o ponowne nasilenie presji płacowej. Dotychczasowe sygnały z rynku pracy jednak na to nie wskazują, choć gospodarka stale się rozpędza.

Wskaźniki koniunktury sugerują stabilizowanie się presji płacowej nieco powyżej historycznej równowagi. Przedsiębiorstwa wciąż jednak zgłaszają niewielki popyt na pracę mimo wzrostu PKB na poziomie 3,7% (III kw). Liczba wakatów w stosunku do zajętych miejsc pracy wróciła do poziomów sprzed pandemii. **Badania koniunktury sugerują (minimalne) odbicie w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie i sektorze HoReCA. To za mało aby odwrócić trendy spadkowe dynamik płacowych, a kwestii tej poświęcamy cały kolejny slajd. Naszym zdaniem w 2026 r. wzrost płac spowolni średnio do 6,5% (w końcu roku możliwe wartości <6%). Mała podwyżka płacy minimalnej (3,5%) i niższa inflacja pomogą.**

Długo to trwało, ale w końcu wynagrodzenia w sektorze usług uplasowały się powyżej średniej w gospodarce narodowej. Jednocześnie na znaczeniu straciło przetwórstwo przemysłowe i budownictwo. Poprawa sytuacji w strefie euro i impuls inwestycyjny będą bardziej wspierać rynek pracy w przetwórstwie i budownictwie. Automatyzacja i efekty AI pozostają w obszarze *anecdotal evidence*, choć uważamy, że mogą skokowo (i dodatkowo) obniżyć popyt na pracę w pewnym momencie czasu (perspektywa 1-3 lat). To głównie dotknie płac w sektorze usług. Zmiana relacji płacowych będzie odbywać się przy jednocześnie niższych dynamikach płacowych w całej gospodarce.

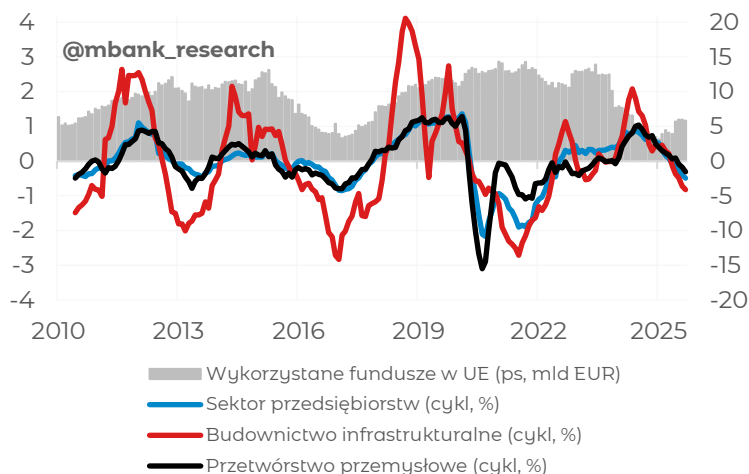
Polska: inwestycje to za mało, aby odwrócić spadkową trajektorię wynagrodzeń

(Obserwowalne) zatrudnienie w budownictwie relatywnie słabo zależy od bieżącej aktywności w sektorze

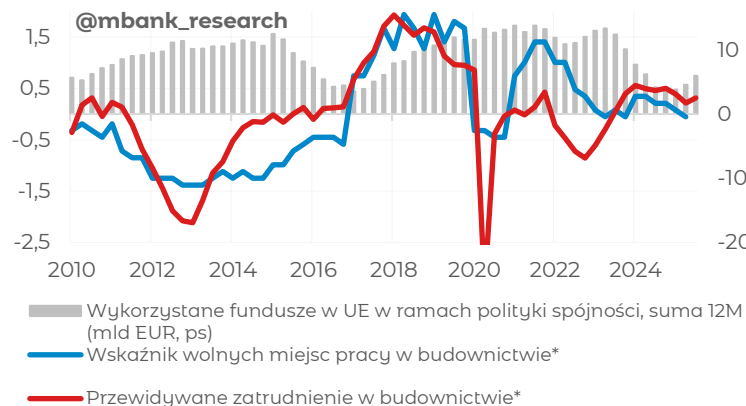


Oś pozioma: wartość dodana w budownictwie (t-1, % r/r, SA), oś pionowa zatrudnienie (budownictwo) w gospodarce narodowej (% r/r). Lata 2010-2025.

Efekt rozlania inwestycji na płacach może być szerszy: cykle wynagrodzeń zdają się być zsynchronizowane

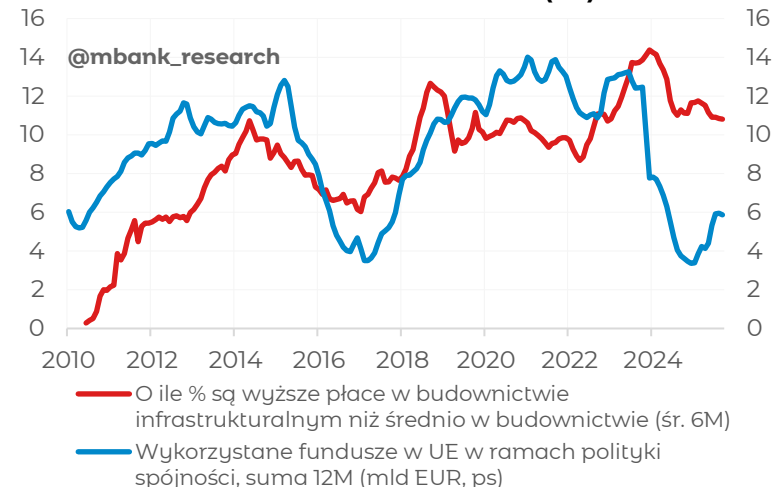


Popyt na pracowników budowlanych oczekuje na przyspieszenie realizacji inwestycji (SA)



*wskaźnik wolnych miejsc pracy i przewidywanego zatrudnienia są wystandaryzowane o ich średni poziom i zmienność w latach 2010-2025.

Na funduszach UE szczególnie korzysta budownictwo infrastrukturalne (SA)



Realizacja inwestycji z funduszy spójności i KPO będzie odbywać się przy mocnym wykorzystaniu sektora budownictwa infrastrukturalnego (jak zwykle) oraz robót specjalistycznych (to nowe). Łączne efekty rozleją się też jednak na przedsiębiorstwa przemysłowe, które dostarczają materiały niezbędne do realizacji inwestycji.

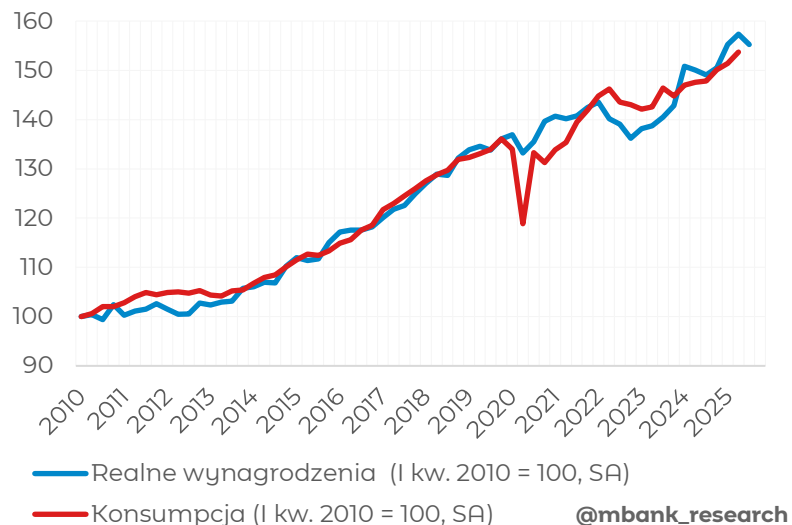
Podczas dwóch ostatnich perspektyw UE cykl inwestycji zmieniał strukturę wynagrodzeń w obrębie budownictwa – szybciej rosły płace w przedsiębiorstwach realizujących inwestycje infrastrukturalne. **Bezpośredni wpływ budownictwa na płace w całej gospodarce jest jednak niewielki.** Odpowiada ono za ok. 4-5% etatów w gospodarce, część infrastrukturalna odpowiada za 1-2%. Oznacza to, że wzrost wynagrodzeń w firmach budujących infrastrukturę nawet o dodatkowe 10 pkt. (np. z 7 do 17% – to scenariusz raczej z gatunku bardziej *fiction* niż *science*) przełoży się na wzrost o zaledwie ok. 0,2 pkt w sektorze przedsiębiorstw. Prognozujemy, że w 2026 r. będzie to 6,5% – taka modyfikacja podniosłaby tempo wzrostu do 6,7%. Należy dodać, że dane dot. budownictwa infrastrukturalnego w statystyce GUS mogą być mało precyzyjne. Opisują tylko wycinek kontraktów w sektorze – agregują informacje dot. umów o pracę, podczas gdy duża część pracowników rozlicza się ryczałtem.

Trudniej oszacować przełożenie inwestycji na wzrost wynagrodzeń poza budownictwem. Historycznie silniejsze wzrosty płac w budownictwie infrastrukturalnym współwystępowały z poprawą w przetwórstwie przemysłowym i całym sektorze przedsiębiorstw. Spodziewamy się powtórki z historii. Tegoroczny impuls może być silniejszy ze względu na rekordową kwotę napływających środków z UE i konieczność przyspieszonej realizacji inwestycji z KPO. Z drugiej strony gospodarka ma wolne moce wytwórcze, a trend wzrostu PKB obniżył się (co innego cykliczne ożywienie przy niższym, a co innego przy wyższym trendzie). Popyt na pracę pozostaje relatywnie niski – większa presja płacowa może pojawić się, gdy PKB będzie rosł w tempie 5-6%. Obecnie brakuje na rynku takich prognoz.

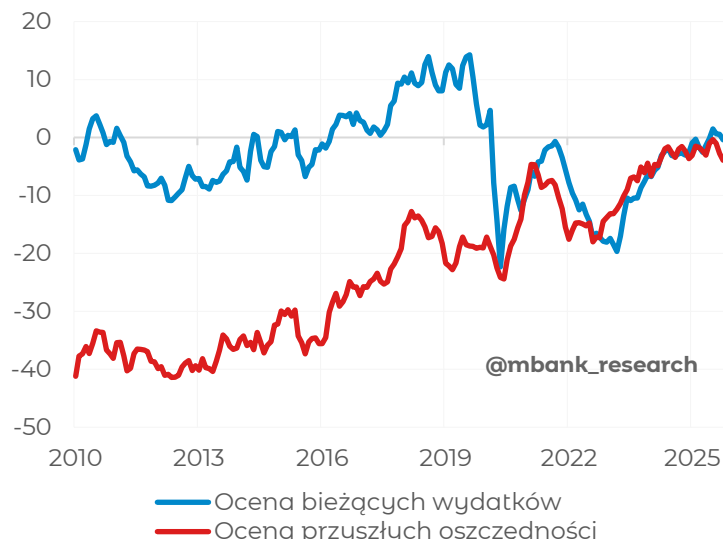
Przyspieszenie cyklu inwestycyjnego spowolni spadek dynamiki płac, ale nie odwróci trend. Wynagrodzenia są kluczowe dla inflacji, ale dla inflacji w 2026 roku ważniejsze będą inne procesy (czytaj [tutaj](#)).

Polska: konsumpcja stabilnym motorem wzrostu w 2026

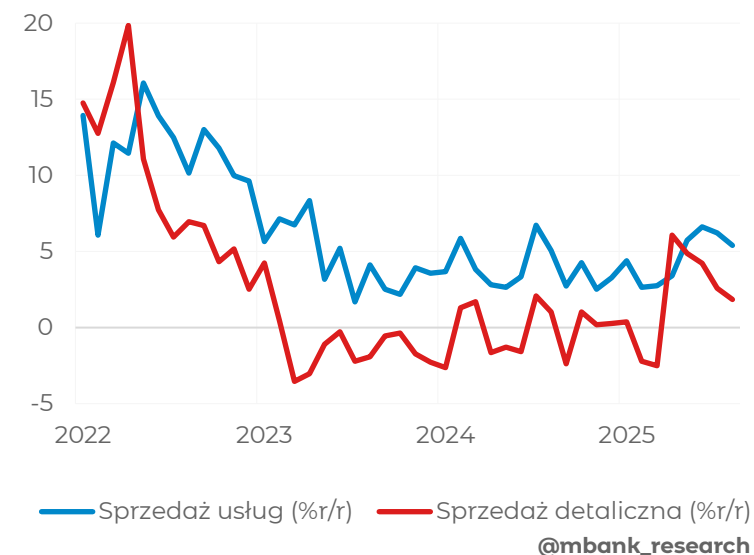
Konsumpcja będzie rosnąć proporcjonalnie do poprawy
zamożności gospodarstw domowych



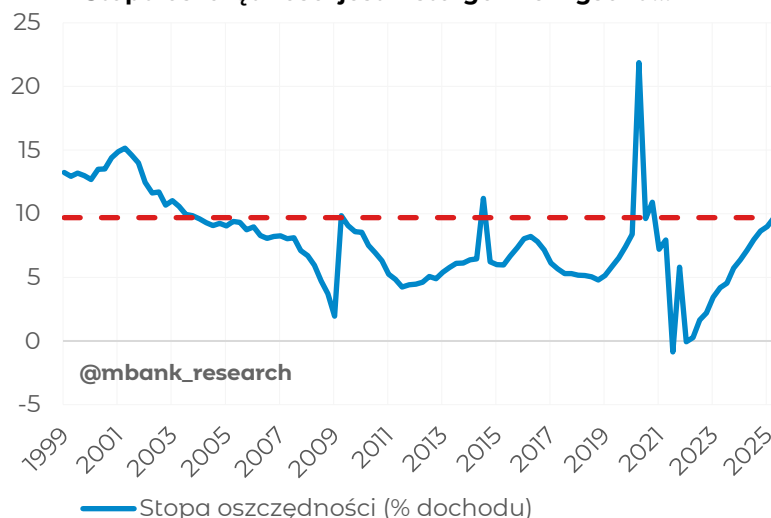
....a obecnie konsumenci wolą mniej
oszczędności niż odkładać zakupy



Konwergencja będzie widoczna mocniej w usługach



Stopa oszczędności jest historycznie wysoka...

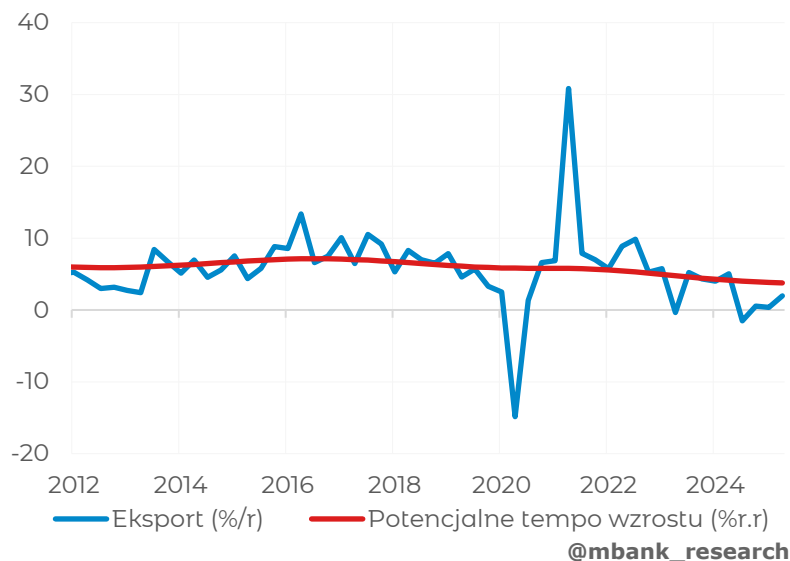


Konsumpcja prywatna powinna dalej rosnąć. Spodziewamy się lekkiego spowolnienia z ~4% w 2025 roku do 3,6% w roku 2026. Rozdysponowanie na towary i usługi nie jest proste. Usługi faworyzuje przede wszystkim stabilność i ogólny trend. Polacy wciąż nadrabiają lukę w wydatkach na turystykę zorganizowaną czy HoReCa ([link](#)). W konsekwencji nagły spadek dynamiki usług z około 6% do mniej niż 4-5% jest raczej mało prawdopodobny. W przypadku konsumpcji towarów trend działa w przeciwną stronę. Badania koniunktury wskazują na spadek liczby osób planujących kupić samochód czy remontować dom, co źle wróży popytowi na dobra trwałe. W przeciwnym wypadku działa rozpędzanie się rynku kredytów hipotecznych i pożyczek konsumenckich, choć tu zależność ma bardziej postulatywny niż empiryczny charakter.

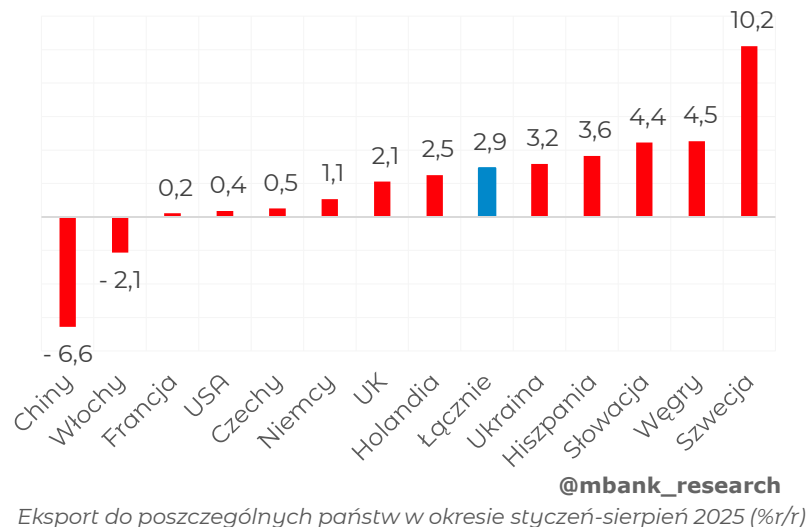
Konsumpcję podtrzymywają będzie mniejsza skłonność do oszczędzania i wciąż relatywnie szybko rosnące płace. W 2024 r. stopa oszczędności szacowana przez Eurostat sięgnęła 7,1% i była jedną z najwyższych w Europie (nawet biorąc poprawkę na pewne mankamenty BBGD). Było to związane z odbudową oszczędności po szoku inflacyjnym. Ten trend umacniał się w 2025 r. W połowie roku stopa oszczędności wynosiła 9,7%, co jest najwyższym poziomem od wejścia do UE (poza epizodem lockdownów), choć był on już nieco mniej spektakularny na tle Europy. Uważamy jednak, że kontynuacja trendu wzrostowego jest mało prawdopodobna – dane dot. wolumenów sugerują brak luki (do trendu) w depozytach, a badania koniunktury konsumenckiej prowadzone w ostatnich miesiącach pokazały głębszy spadek ocen przyszłych oszczędności niż bieżącej skłonności do ponoszenia dużych wydatków. **W przypadku realnych płac ścierać się będą ze sobą dwie tendencje.** Z jednej strony spadek nominalnych dynamik wynagrodzeń (więcej w sekcji o rynku pracy – [link](#)), z drugiej obniżenie inflacji (więcej w sekcji o inflacji – [link](#)). W konsekwencji realny wzrost płac może być tylko nieznacznie niższy od tego z 2025 roku (okolicie 5% vs okolicie 4%).

Polska: Saldo handlu zagranicznego na plus w 2026

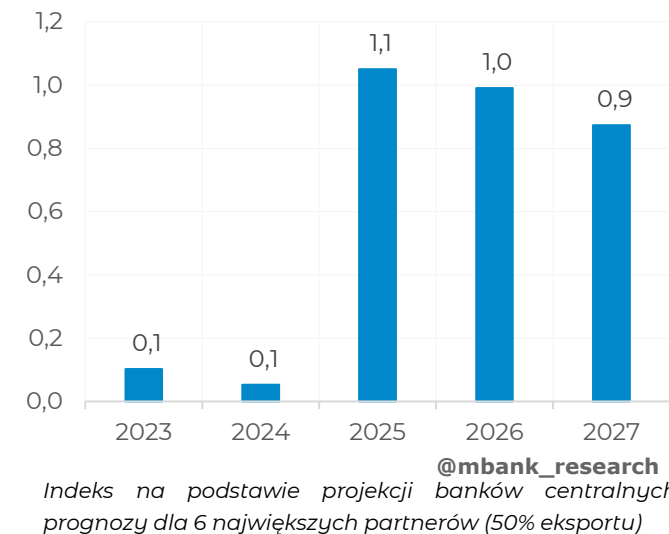
Bieżące tempo wzrostu eksportu jest b. niskie



Polska szybko zwiększa eksport na południe, a w 2026 roku dołączy do tego także strefa euro



Ryzyko: Projekcje importu banków centralnych u partnerów handlowych są pesymistyczne

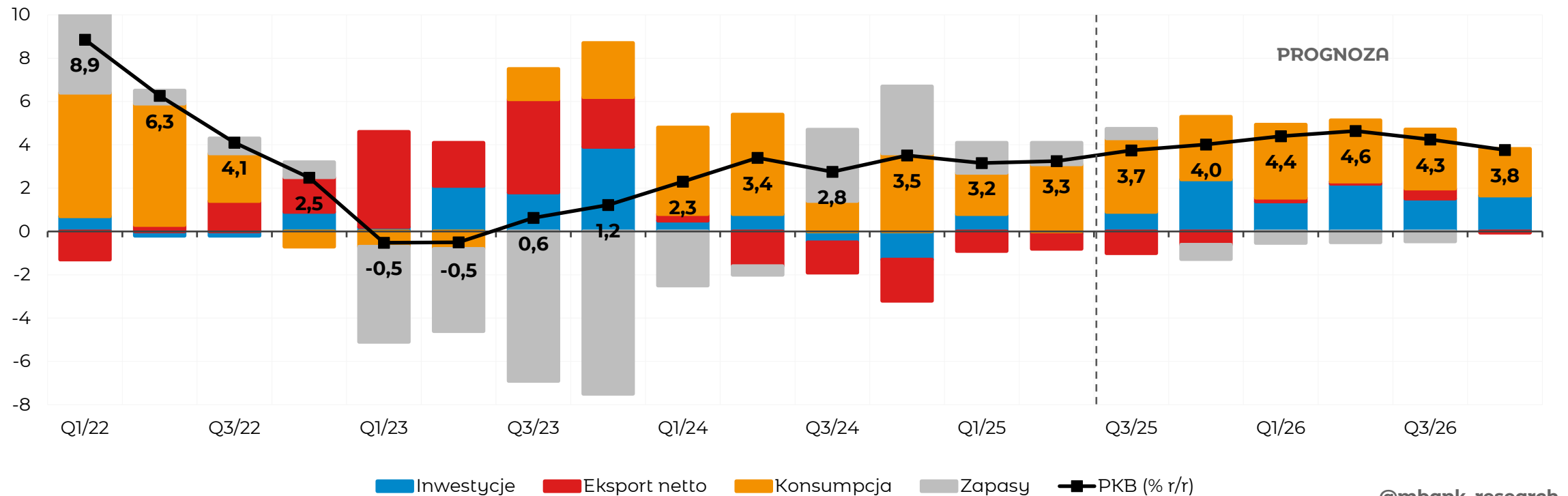


Spodziewamy się, że nadchodzący rok przyniesie silniejszy wzrost eksportu. Eksport towarów i usług w rachunkach narodowych przez pierwsze półrocze 2025 r. rósł w tempie 2,0-2,5%/r. To dwa razy wolniej niż obserwowaliśmy średnio przez ostatnie 15 lat (6,5%). Szczegółowe rozbięcie danych pozwala zobaczyć, że głównym hamulcowym jest eksport do państw zachodniej Europy (Francja, Niemcy), podczas gdy rozwojowymi kierunkami są głównie najbliżsi sąsiedzi ze wschodu i południa (Ukraina, Słowacja, Węgry) oraz północy (Szwecja). Spodziewamy się, że przyszły rok przyniesie szybszy wzrost Niemiec, co naturalnie podbije skalę eksportu z Polski. Łącznie eksport będzie rósł w tempie około 6%. Obecnie eksport operuje grubo poniżej „potencjału”.

Eksport i import będą się w miarę równoważyć, głównie w zakresie dóbr kapitałowych i pośrednich. Rok 2026 przyniesie przyśpieszenie inwestycji, łączne tempo wzrostu powinno podnieść się o przeszło 5 pkt. proc. w stosunku do bieżącego roku. Na podstawie modelu Oxford Economics oszacowaliśmy, że taka zmiana powinna podnosić wolumen importu o około 1 pkt proc. Równolegle zobaczymy raczej umiarkowane zmiany w dynamice konsumpcji – tempo wzrostu będzie nieco wolniejsze niż w 2025 r. W tym przypadku na każdy procent wzrostu mniej w konsumpcji, mówimy o ograniczeniu importu o około 0,6 pkt proc. Łącznie zatem popyt krajowy powinien powiększać wolumen importu o około 0,4-0,5 pkt proc., drugie tyle dołoży popyt zagraniczny związany z eksportem. Oznacza to przyśpieszenie z obecnych 3,5 – 4% w okolice 4,5-5% w przyszłym roku.

Perspektywy gospodarcze sugerują mały deficyt obrotów bieżących. Po III kwartale 2025 r. Polska odnotowała deficyt rzędu 1,3% PKB. Przyszły rok powinien przynieść lekką poprawę o niecałe 0,5 pkt proc. Przemawia za nią głównie lepsze saldo towarów tj. wyższy eksport (realnie i nominalnie) oraz nominalnie słabszy wzrost importu w związku z tańszymi surowcami (ropa, metale) oraz wolno rosnącymi cenami towarów przemysłowych (globalne indeksy PPI). Nadwyżka usług będzie raczej stabilna – poprawa wymagałaby silniejszego eksportu usług ICT, o co będzie pewnie trudno. Łącznie deficyt będzie mały na tle historycznych osiągnięć – porównywalny do 2019 roku.

PKB wzrośnie w 2026 roku o 4,2%



@mbank_research

RYZYKA (+) niewielkie

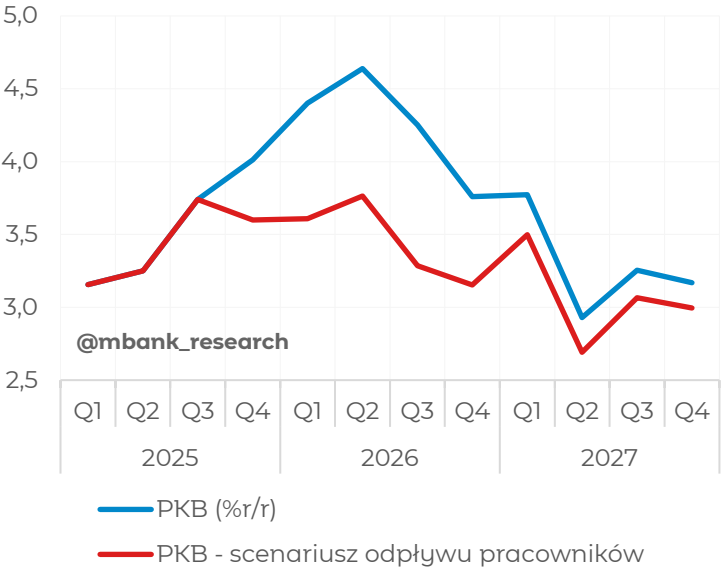
- Większa skala ekspansji fiskalnej nakierowanej bardziej w stronę wydatków socjalnych/innego rodzaju wydatków o wyższych mnożnikach niż wydatki zbrojeniowe („kampania wyborcza już w 2026 roku”).
- Niedoszacowanie faktycznej skali płatności w ramach umów zawiązanych z wykorzystaniem funduszu UE (czyli tego, co policzyć GUS).
- Jeszcze szybszy wzrost konsumpcji (efekt percepcji niskiej inflacji).

RYZYKA (-) dominujące

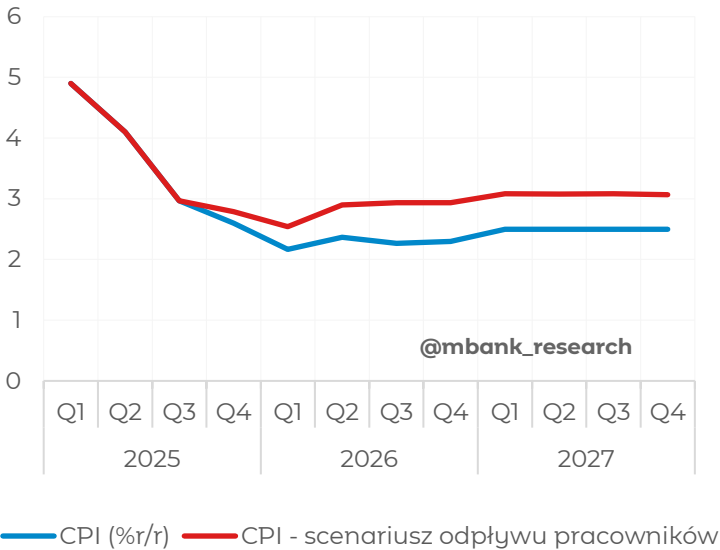
- Niewykorzystanie w pełni środków ramach KPO (głównie chodzi o część grantową, która musi zostać wydatkowana do końca przyszłego roku).
- Brak ożywienia popytu zagranicznego (brak realizacji oczekiwań dotyczących przyspieszenia wzrostu PKB w gospodarce niemieckiej).
- Kontynuacja akumulacji oszczędności gospodarstw domowych, co przy wolniejszym wzroście dochodów może oznaczać słabszą konsumpcję.
- Zakończenie wojny w Ukrainie (szczegóły na kolejnym slajdzie).

Zakończenie wojny w Ukrainie: ryzyka

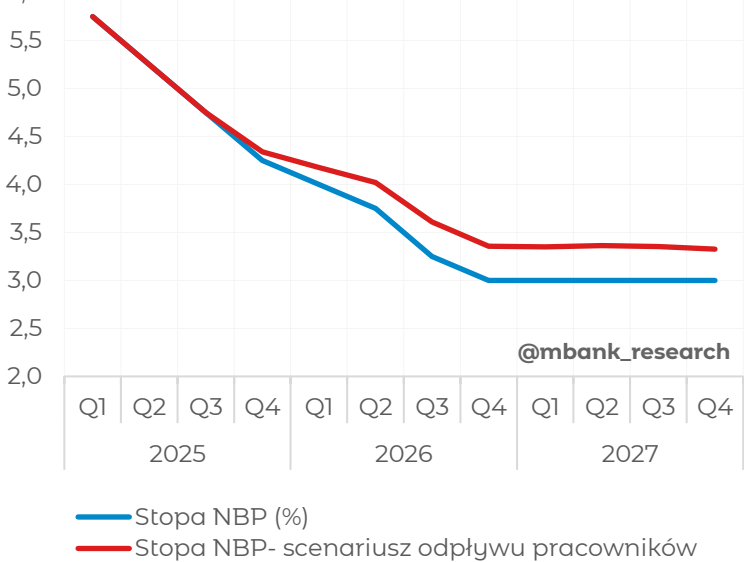
Odływ migrantów z Polski uderzy w PKB....



...i będzie też proinflacyjny.



Oznacza wyższy poziom równowagi dla stóp proc.

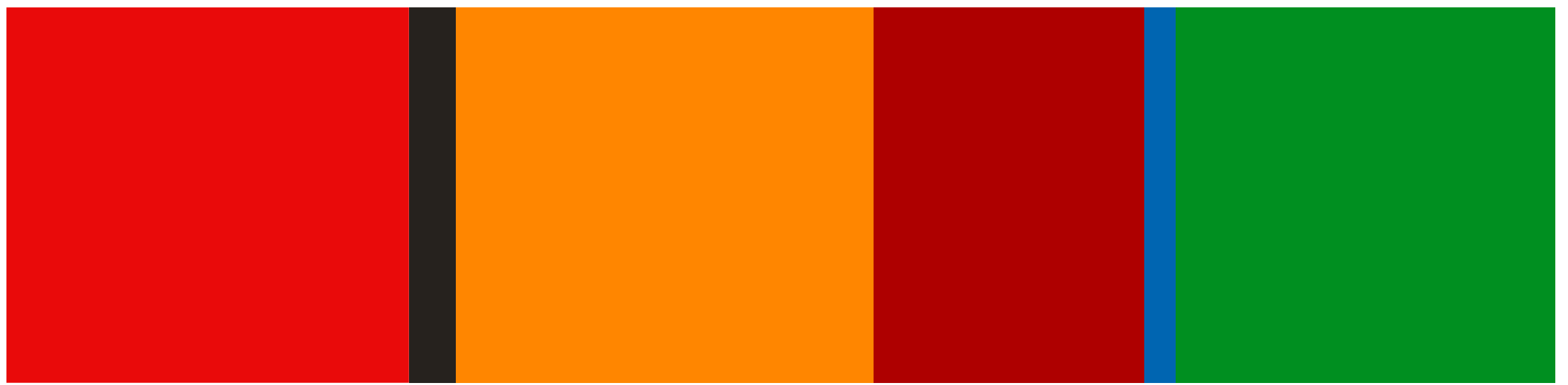


Ryzyka lokalne:

- (+) Poprawa sentymentu inwestorów i konsumentów, zmiany w wydatkach rządowych. W naszej opinii zmiany są trudno kwantyfikowalne z uwagi na słabą reprezentację ilościową tych zmiennych w modelach, których używamy. Traktujemy to jako „jakieś” ryzyko w górę dla wzrostu PKB i inflacji.
- (+) Faktyczna odbudowa Ukrainy z zaangażowaniem polskich firm dostarczających pracę, kapitał i materiały. Po pierwsze, wydaje nam się, że jest to ryzyko rozciągnięte mocniej poza 2026 rok – samo przygotowanie będzie trwało miesiącami. Po drugie, kolejne próby wymuszenia na Ukrainie traktatu pokojowego połączone z mocniejszą pozycją negocjacyjną Rosji, oraz coraz większe zainteresowanie procesem przez Turcję (rola brokera pokojowego, coraz więcej relacji z Ukrainą i USA) świadczą w naszej opinii o tym, że zaangażowanie w odbudowę będzie dominujące w przypadku tych trzech państw (tym bardziej, że istnieje duże prawdopodobieństwo, że w wyniku podpisania traktatu najbardziej zniszczone ziemie przypadną właśnie Rosji). Czynniki słabo kwantyfikowalne, podobnie jak (1).
- (-) Odływ pracowników ukraińskich z Polski (sam efekt zakończenia wojny i połączenia rodzin) jest – dla odmiany – całkiem nieźle kwantyfikowalny. Dla analizy przyjęliśmy, że z Polski z dnia na dzień zniknie ok. 500 tys. pracowników z Ukrainy (to scenariusz w wersji naprawdę ostrej). Symulację przeprowadziliśmy na podstawie modelu ekonometrycznego Oxford Economics (OE) przyjmując jako scenariusz bazowy nasze prognozy. Przyjrzelśmy się wpływowi fali wyjazdów na polskie PKB, inflację i stopy procentowe. **Największe straty z odpływu pracowników zobaczymy w PKB.** Model sugeruje ubytek PKB rządu 0,8 pkt proc. w 2026 r. Osłabienie nie miałoby jednak charakteru wyłącznie krótkookresowego. Model sugeruje, że w dłuższym okresie (lata 2027-2030) tempo wzrostu byłoby przeciętnie o 0,2 pkt proc. niższe. **Odpływ pracowników będzie miał trwały charakter proinflacyjny.** Szacunki oparte na modelu OE sugerują, że inflacja podniesie się o 0,5-0,6 pkt proc. w skali roku. Oznacza to, że zamiast fluktuacji w pobliżu celu inflacyjnego NBP (2,5%) przechodzimy do systematycznego przekraczania poziomu 3%. **Podwyższona inflacja wymusza lekką korektę polityki NBP** – wpływ rosnącej inflacji przeważa nad stratami PKB. Ubytek związany jest ściśle ze zmianami podaży, natomiast wyższa inflacja w dłuższym okresie to już zmiana związana z większą presją płacową w gospodarce. Dlatego RPP będzie utrzymywać wtedy wyższe stopy procentowe. Model OE sugeruje jednak, że wzrost będzie umiarkowany – wyniesie 0,25/0,5 pkt proc. względem naszego scenariusza. **Obecnie zakładamy, że docelowo stopy osiągną poziom 3%. Przy większym odpływie pracowników będzie to 3,25-3,50%.**

Ryzyka globalne:

Jest mocno wątpliwe, czy zakończenie wojny doprowadzi do wyhamowania zainteresowania zbrojeniami. Raczej nie – to wydatki, które łatwo organizują zbiorową wyobraźnię oraz dają sporo uzysku w zakresie choćby prób poprawy wspólnego rynku w Europie. To będzie trwało. Uważamy, że najsilniejsze i najbardziej namacalne (bo działające najszybciej) ryzyko ze strony zakończenia wojny to niższe ceny ropy i powrót Rosji oficjalnie na rynki. Silniejsze powiązania handlowe pomiędzy USA i Arabią Saudyjską zmniejszają ryzyko cięć podaży całego OPEC przy spadkach cen.



Blok 2: inflacja i kursy walutowe



Otoczenie globalne pozostaje nisko-inflacyjne

Żywność. Globalny indeks cen żywności powinien nadal się obniżać. W 2026 roku celowałibyśmy w około 2-3%-owe spadki (w USD). Produkty mleczne (nadpodaż) oraz cukier (nadpodaż) czekają spadki cen. Przeciwwagą są ceny mięs (mocny popyt), możliwa stabilizacja cen olejów roślinnych oraz zbóż (korzystne perspektywy podaży, ale obserwujemy ostatnio lekkie wzrosty cen nawozów; skala niewspółmierna do 2022). MERCOSUR (-).

Gaz i ropa naftowa. W prognozach dominują spadki cen, oparte przede wszystkim na wysokich zapasach w USA oraz nadwyżce podaży nad popytem. Uspokojenie na Bliskim Wschodzie oraz bardziej prawdopodobne wygaszanie (lub status quo) niż eskalacja agresji Rosji na Ukrainę sugerują tu ryzyka w dół. *Anecdotal evidence:* europejskie terminale FSRU odpływają od brzegów Europy z uwagi na przeszacowanie popytu na gaz.

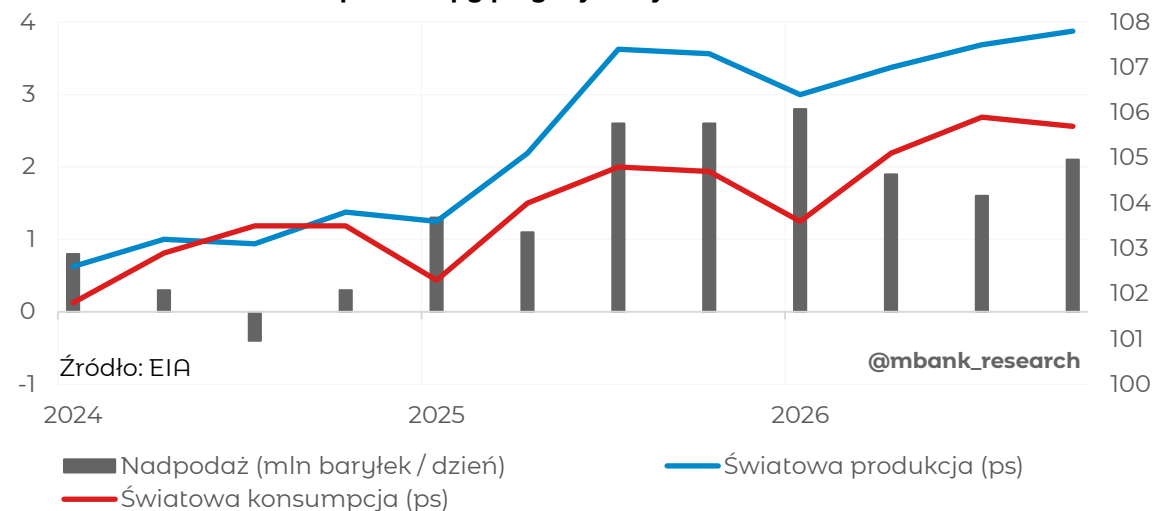
Fracht. Tanio. Z powodzeniem ukończony test „drogi północnej” z Chin do Europy z pominięciem kanału Sueskiego (o połowę krótszy czas podróży, dodatkowe zabezpieczenie na wypadek ataków w cieśninie Ormuz).

Ceny procesorów i pamięci ostatnio wzrosły z uwagi na napięcia na linii USA-Chiny, ograniczenie produkcji starszych układów poza Chinami. Problem raczej punktowy/tymczasowy.

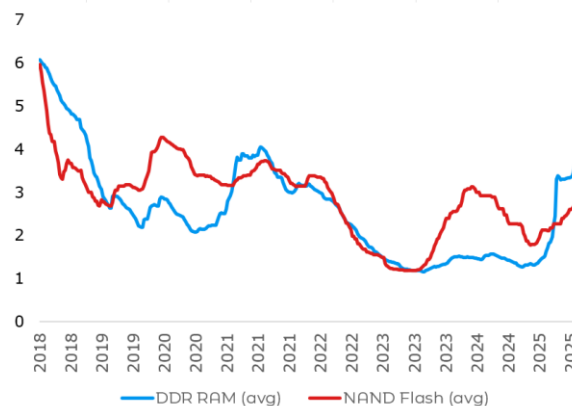
Ceny towarów. Scenariusz maksimum to delikatne wzrosty, głównie przez eliminację ekstremalnej podaży w gospodarce globalnej wywołanej wojnami celnymi. Nie widać ani kosztowych, ani popytowych przyczynków do bardziej znaczących ruchów.

Ryzyka w górę: nagłe przyspieszenie gospodarki globalnej, ograniczenia podaży w/z wojnami handlowymi, ryzyka regulacyjne (patrz następny slajd).
Ryzyko w dół: zakończenie wojny na Ukrainie, korekta na spółkach technologicznych USA (=wyhamowanie nakładów inwestycyjnych)
Szacujemy, że rozkład ryzyk jest asymetryczny w kierunku realizacji scenariusza korzystnego inflacyjnie.

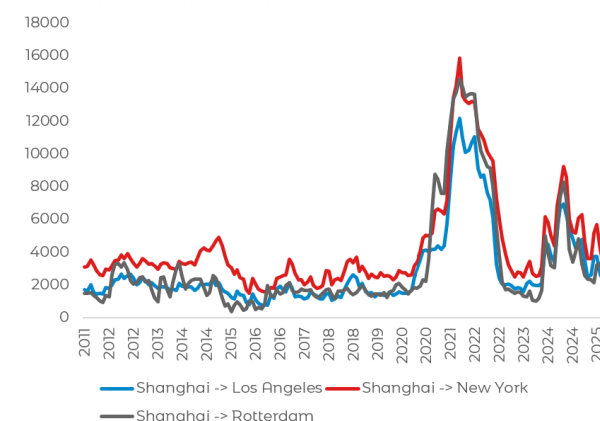
Nadpodaż ropy przynajmniej w 2026 roku



Trochę buja w cenach pamięci...



Transport niedługo będzie za darmo



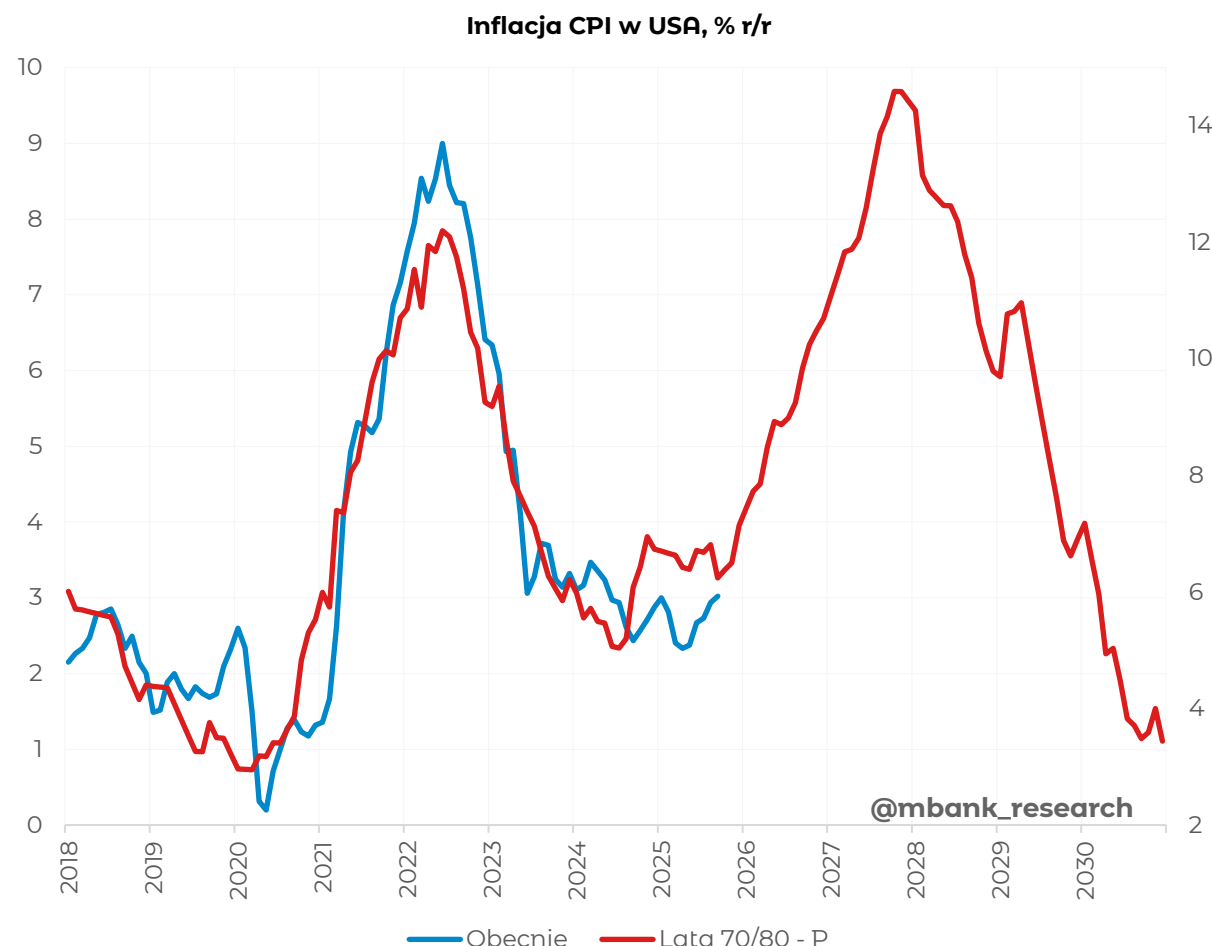
Wykres grozy, który już chyba pora odłożyć na półkę

W 2022 roku używaliśmy tego wykresu, aby pokazać gdzie są ryzyka inflacyjne. Idealnie się do tego nadawał, gdyż gospodarka globalna była świeżo po szoku energetycznym (w trakcie jego trwania), wojna w Ukrainie toczyła się z większą intensywnością, żyliśmy w stanie ciągłego napięcia nerwowego poruszając się po geopolitycznym polu minowym. Oczekiwania inflacyjne nie były zakotwiczone, gospodarka była asymetrycznie bardzo podatna na nowe szoki podbijające inflację.

Sytuacja – zamiast do eskalacji – podryfowała w zupełnie przeciwnym kierunku. Wojna trwa, ale doszło do ograniczenia zależności surowcowej od Rosji. Konflikt rozlewa się na inne kraje jedynie w znaczeniu hybrydowym. Transformacja energetyczna trwa, ale ceny spadają zamiast rosnąć. Nawet sytuacja na Bliskim Wschodzie wydaje się stabilizować. Obecnie otoczenie globalne jest deflacyjne, co opisaliśmy na poprzednim slajdzie. Szoki celne nijak się mają do szoków energetycznych w kwestii skali, a dodatkowo nie działają wszędzie tak samo (inflacyjny w USA, deflacyjny w PL i EU).

Brakuje oczywistych czynników, które mogłyby znów wypchnąć ceny energii w kosmos. Strona podażowa wydaje się również lepiej dopasowana i bardziej elastyczna. W konsekwencji brakuje też przesłanek, aby scenariusz szokowego wzrostu cen energii traktować jako coś więcej niż mało prawdopodobną ciekawostkę.

Czynniki sprzyjające temu, aby historia się nie powtórzyła: **1)** realne stopy wyższe (~1,5% vs ~0%); **2)** „Sticky inflation” po zejściu fali inflacyjnej z 2021-2022 roku wyraźnie niższa (3% obecnie vs 6-7%), **3)** Brak przesłanek do powtórzenia szoku naftowego w takiej skali z uwagi na podaż z łupków (ale: niskie inwestycje mogą powodować powrót wyższych cen niż obecnie w latach 2027/2028), **4)** W latach 70-tych ceny ropy nie powróciły do niższych poziomów (tym razem zobaczyliśmy jednak wyraźną korektę), **5)** Obecnie deficyty fiskalne są dużo wyższe (6-7%) vs 3% – paradoksalnie rodzi to ryzyko nagłej konieczności dostosowania w dół, nie w górę.



Czynniki regulacyjne istotne w Europie i w Polsce

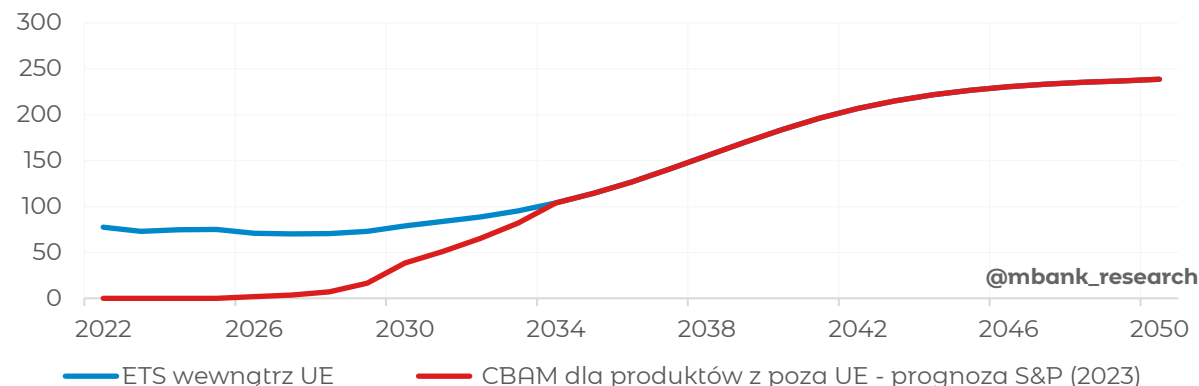
CBAM. To podatek na import produktów wysokoemisyjnych do UE. Pierwotnie ma dotyczyć 6 grup: stali, żelaza, aluminium, cementu, nawozów, wodoru i energii elektrycznej. Mechanizm ma wyrównać koszty emisji między producentami w UE (objętymi ETS) a importerami spoza UE. Od 2026 importerzy będą kupować certyfikaty CBAM odpowiadające emisjom w produkcji. S&P wskazuje jednak, że w pierwszych etapach funkcjonowania podatek obejmie mały odsetek towarów, w systemie będą również darmowe uprawnienia. Silniejszy wzrost cen z tytułu obowiązywania tej regulacji pojawi się dopiero w 2029 r. (o ile się pojawi w związku ze zmianami w samym ETS).

ETS2. System ETS2 obejmie paliwa sprzedawane przez dystrybutorów (np. stacje benzynowe), budynki ogrzewane gazem, olejem opałowym i mały przemysł – nieobjęty obecnym ETS. Wycena certyfikatów ma być inna niż EUA w podstawowym ETS1. Decyzją Rady Europejskiej wdrożenie systemu ulegnie opóźnieniu do 2028 roku. Długoterminowo dalej jednak będzie to czynnik pro-inflacyjny. CNB oszacował, że wdrożenie podatku w pełnej skali w 2027 r. powiększyłoby inflację przy częściowym kompensowaniu kosztów (np. z Social Climate Fund) o 0,6 pkt. W przypadku strefy euro projekcja EBC wskazuje wpływ rzędu 0,0-0,4 pkt, natomiast komercyjne researche opisują różne scenariusze (np. ABN Amro +0,4 dla gospodarstw NL, Capital Economics – 0,1 pkt dla strefy euro). W krótszym horyzoncie EBC wskazuje, że krajowe regulacje klimatyczne będą generowały mniejszy impuls do wzrostu inflacji niż w ubiegłych latach.

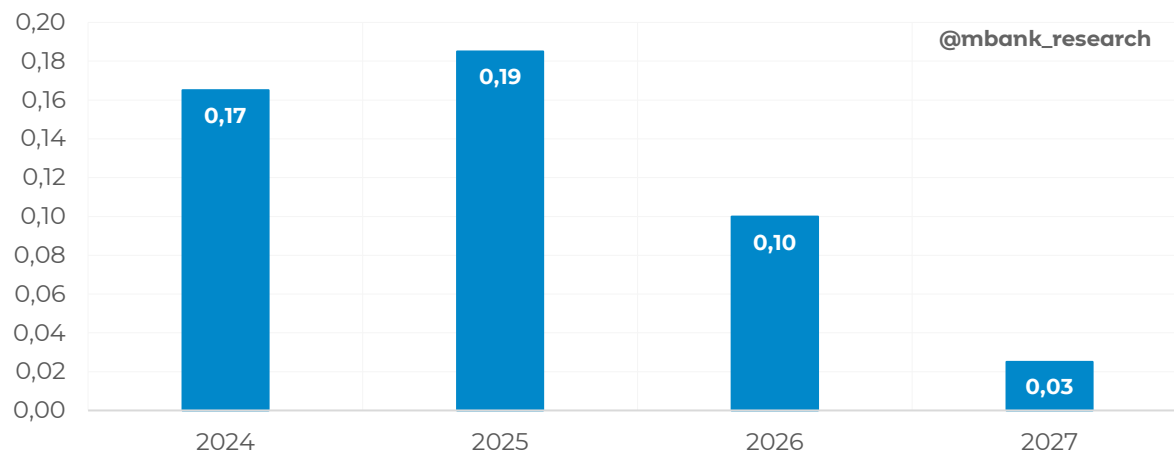
Nieoczekiwany twist krajowy: Jeszcze kilka tygodni temu wydawało się, że ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych mogą być w całym roku tylko nieznacznie wyższe niż w 2025 z uwagi na podwyżki opłaty mocowej i opłat dystrybucyjnych. Projekt Prezydenta RP dot. cen energii elektrycznej spotkał się z nieoczekiwaną, raczej przychylną opinią środowiska ekspertów, a rząd wydaje się dokonywać prób internalizacji choćby części propozycji. Widzimy dłuższą szansę na to, że ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych spadną. To odjęłoby 0,2-0,3pp od naszej już i tak niskiej ścieżki CPI.

Propozycja obniżenia cen energii Prezydenta RP: Główne elementy projektu prezydenta RP: 1) likwidacja opłat: OZE, mocowej, kogeneracyjnej oraz przejściowej, 2) obniżenie opłat dystrybucyjnych, 3) ograniczenie kosztów certyfikatów związanych z zieloną energią, 4) zmiany zasad bilansowania systemu. Elementy bardzo mało prawdopodobne to obniżka VAT (napięty budżet), przekierowanie środków z ETS. Tak czy inaczej już spekuluje się nad obniżeniem WACC dla firm obrotu.

ETS vs. CBAM (cena za certyfikat, EUR)



Wpływ krajowych zmian regulacyjnych na HICP z projekcji EBC (12.2024)



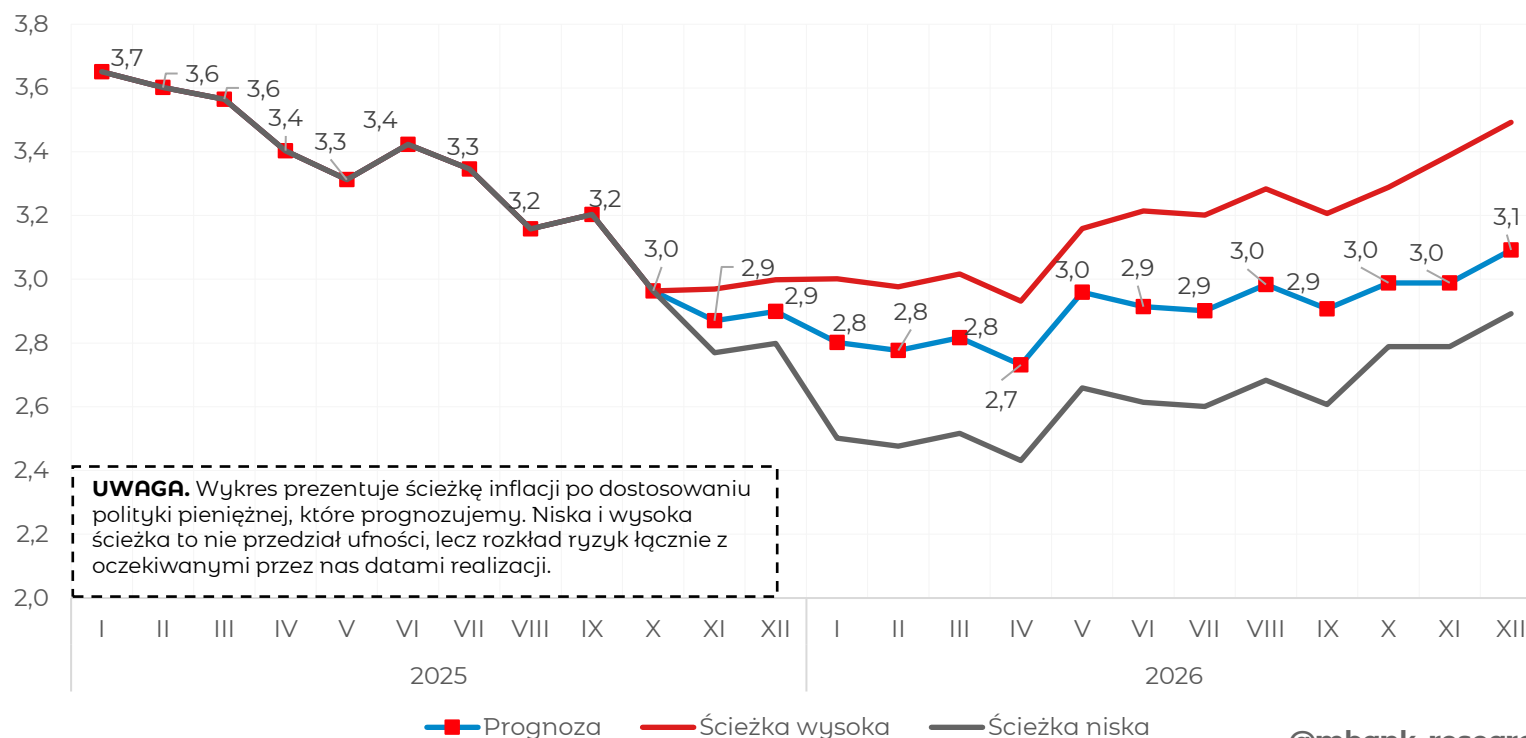
Inflacja bazowa: bardzo płaskie „U”

Towary. Te podlegające wymianie międzynarodowej (trwale i półtrwale) stanowią łącznie około 13% koszyka inflacyjnego, czyli relatywnie mało. Punktem startowym są dynamiki ujemne (silne w przypadku dóbr trwałych, lekko w przypadku dóbr półtrwałych). Zakładamy pewną redukcję nadpodaży wygenerowanej przez wojny handlowe, ale bez szoku walutowego silne wzrosty są mało prawdopodobne. Nie widzimy powodu, aby postęp technologiczny nie prowadził do sekularnych spadków cen.

Usługi. Duża inercja (jak zwalnia to zwalnia) sugeruje kontynuację trendów spadkowych, nawet jeśli płace będą hamować wolniej niż myślimy. 5% to raczej scenariusz maksimum. Sporo (+) tematów regulacyjnych jak śmieci, czy ceny ogrzewania i ciepłej wody.

Czynniki regulacyjne. Zmiany akcyzy będą miały podobny wpływ jak w poprzednim roku, jeśli prezydent nie podpisze nowej ustawy i obowiązywać będzie „mapa drogowa” ustalona wcześniej (+0,3pp m/m do inflacji bazowej). Podpis prezydenta = +0,6pp m/m do bazowej. Pierwsza opcja implikuje brak zmian dynamik rocznych w styczniu.

Bazowa średnio 2,9% w 2026 roku. Min 2,7% (IV), Max 3,1% (XII).



UWAGA. Wykres prezentuje ścieżkę inflacji po dostosowaniu polityki pieniężnej, które prognozujemy. Niska i wysoka ścieżka to nie przedział ufności, lecz rozkład ryzyk łącznie z oczekiwanymi przez nas datami realizacji.

Ścieżka inflacji bazowej będzie miała kształt płaskiego „U”. W okolicach początku roku możemy się spodziewać minimów, a następnie delikatnych wzrostów. Niepewność w zakresie skutków akcyzy nie zmienia wiele. 2,9% średniorocznej inflacji bazowej vs 3,2% to nie jest istotna z punktu widzenia polityki pieniężnej wartość. Biorąc pod uwagę większą akceptację RPP do wykorzystywania całego przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu, 1,5pp czy 1,7pp udział inflacji bazowej w inflacji ogółem też nie ma znaczenia.

Inflacja z pełnego koszyka lekko poniżej celu NBP: to już pobyt, a nie wizyta

Inflacja bazowa (w skrócie). Skala wpływu na inflację ogółem w przedziale 1,5-1,7pp.

Ceny żywności. Najbliższe miesiące upłyną pod znakiem dalszego hamowania dynamik rocznych. Możliwe nawet wartości ujemne. Niewielkie odbicie pod koniec roku to głównie efekty bazy. Rynki rolne będą niskiej inflacji w 2026 roku sprzyjać. MERCOSUR (-).

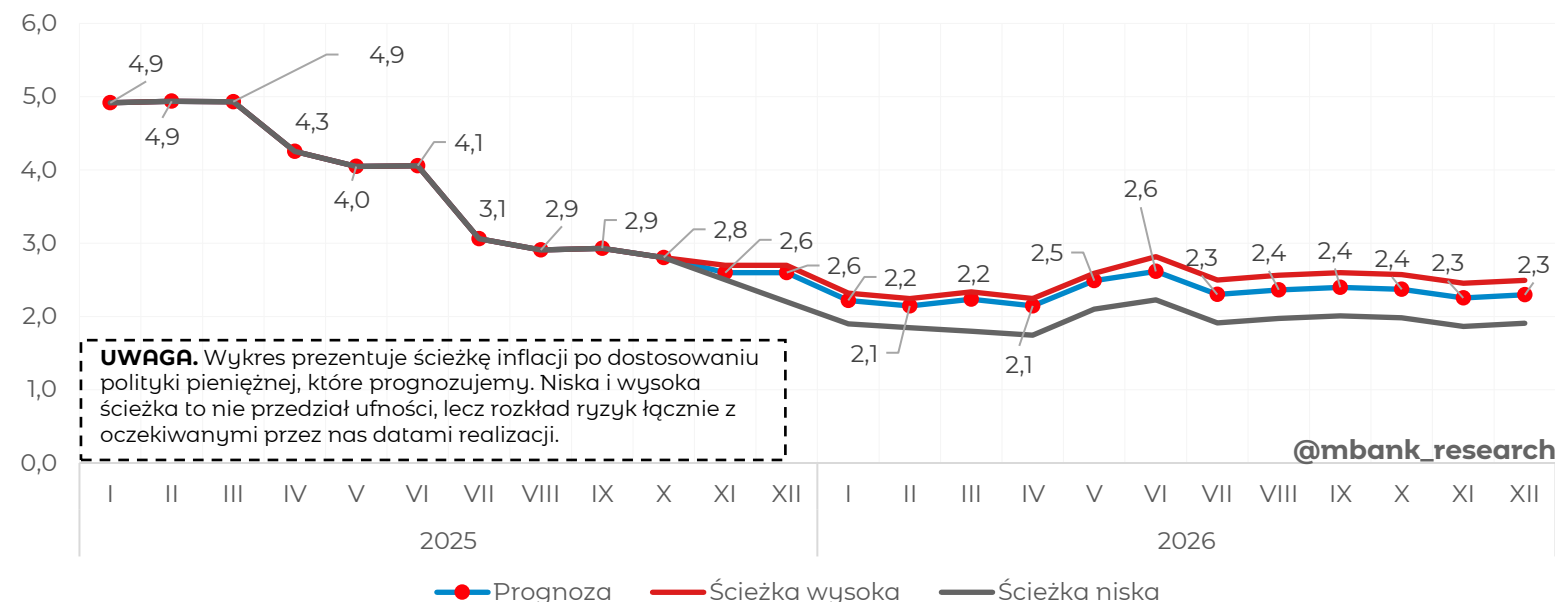
Paliwa. Zamiast ścieżki płaskiej zakładamy lekkie spadki (łącznie 4% w ciągu roku). Sytuacja popytowo-podażowa na globalnym rynku pozostaje wyjątkowo korzystna.

Energia. Podwyżki cen dla konsumentów możliwe w zasadzie tylko przez dystrybucję. Niewielka skala. Ryzyka ceny samej taryfy dla energii elektrycznej i gazu rozkładają się w dół.

Zmiana koszyka. Konsumenci agresywnie optymalizują zakupy. Uważamy, że z tego tytułu spadek inflacji wyniesie nawet 0,2 p.p. COICOP18 to bardziej nowa prezentacja danych inflacyjnych niż fundamentalny czynnik rewizji.

Inne czynniki regulacyjne. Podatek cukrowy o zbyt małym wpływie, aby zastanawiać się nad jego skutkami.

CPI średnio 2,3% w 2025 roku. Min 2,1% (IV), Max 2,6% (VI)

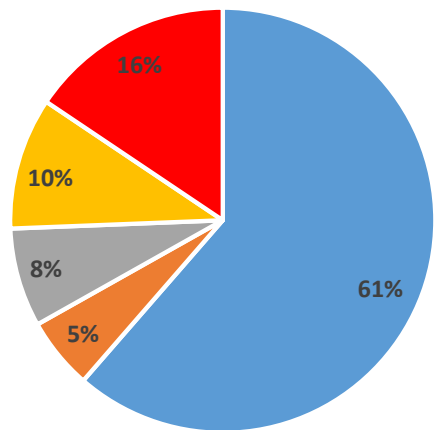


Nieznaczące ryzyka w górę (+): Szybsze podwyżki stawek akcyzowych (konieczna akceptacja prezydenta), aberracje pogodowe (czynnik ten w naszym odczuciu jest mniej ważny, gdyż w ostatnich latach nastąpiło sporo dostosowań po stronie rolnictwa), mocniejsze efekty domknięcia luki popytowej (druga połowa roku).

Dominujące ryzyka w dół (-): Ceny ropy naftowej, ceny żywności, inercja inflacji usługowej (w dół), utrzymująca się nadpodaż w Chinach. Błąd zakotwiczenia i wyobraźni – po tak wysokiej inflacji ciągle szukamy powrotów do średniej nie dopuszczając przestrzelenia w dół.

Kompozycja inflacji w 2026 roku

Inflacja to:



@mbank_research

- T. nietrwałe
- T. trwałe
- T. półtrwałe
- U. pracochłonne
- U. niepracochłonne

61% Z punktu widzenia kompozycji inflacja zdominowana jest przez towary nietrwałe, do których między innymi – zgodnie z metodyką COICOP zalicza się głównie żywność, paliwa i inne nośniki energii (w tym te ujęte w kategorii „mieszkanie”). Oprócz nośników energii w kategorii mieszkanie, wszelkie zmiany kosztów czy globalnych cen są szybko transmitowane na konsumenta bez względu na fazę cyklu.

16% Druga kategoria w zakresie wielkości to usługi niepracochłonne. Wykorzystanie w nich pracy jest drugorzędne tj. „pracuje” głównie kapitał i technologia. Przykłady: finanse, ubezpieczenia, usługi łączności, telewizja, radio. Ogólna zależność od poziomu cen płac i energii. Silna inercja.

10% Usług pracochłonnych nie trzeba tłumaczyć. Główną determinantą ich cen jest praca (płaca) choć nierzadko też świadczący te usługi lubią odnosić się do kosztów energii (choć w sferze struktury kosztów to koszt znikomy w porównaniu do samej pracy). Silna inercja.

8% Dobra półtrwałe to głównie ubrania. Typowy wzorec sprzed pandemii to spadki cen. Zależność od kursu walutowego. Czasy „fast fashion” i postępującej automatyzacji sugerują potencjał dalszych spadków cen. Zatrzymanie globalizacji mało prawdopodobne.

5% Dobra trwałe to de facto niewielki wycinek inflacji. Automatyzacja, postęp technologiczny i coraz większa funkcjonalność towarów dla zwykłego śmiertelnika (=długoterminowy trend spadkowy cen mierzonych przez urzędy statystyczne) sprawiają, że tylko duże szoki w postaci zakłóceń dostaw powodują silne skoki (w górę) cen tej kategorii.

Poniższa tabela pokazuje inflację przy różnych założeniach dot. poszczególnych elementów inflacji. Na końcu nasza prognoza.

	Dziś	Różne "jutra"										Prognoza
T. nietrwałe	2,75	-3,00	-2,00	-1,00	0,00	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	1,00
T. trwałe	-4,30	-8,00	-6,00	-4,00	-3,00	-2,00	-1,00	0,00	2,00	4,00	8,00	4,00
T. półtrwałe	-0,17	-2,00	0,00	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	4,00
U. pracochłonne	5,70	3,00	3,50	4,00	4,50	5,00	5,50	6,00	6,50	7,00	7,50	4,50
U. niepracochłonne	5,99	3,00	3,50	4,00	4,50	5,00	5,50	6,00	6,50	7,00	7,50	4,50
INFLACJA CPI	2,95	-1,66	-0,66	0,27	1,14	2,01	2,88	3,76	4,68	5,61	6,64	2,29

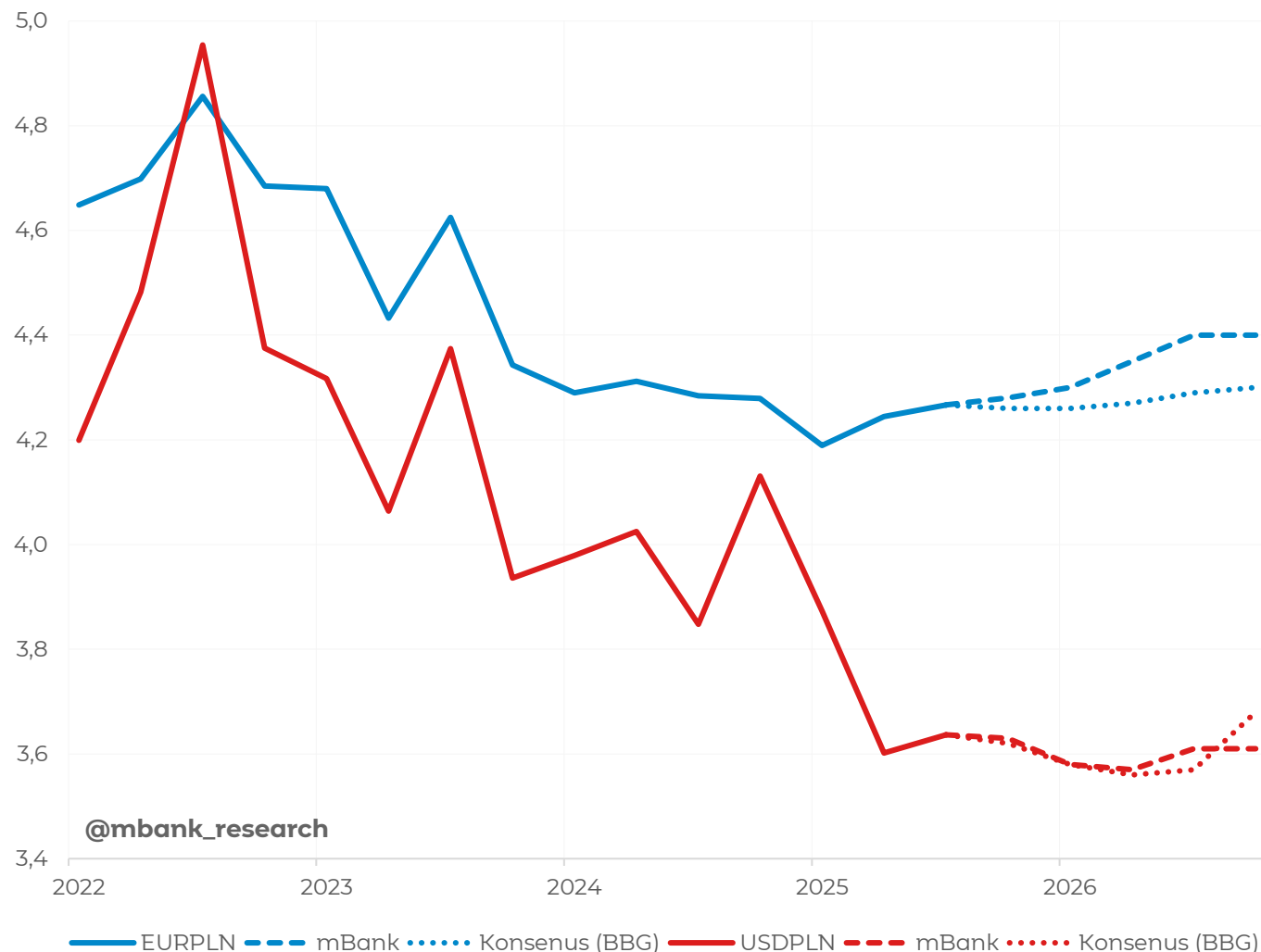
Złoty na lekko deprecjacyjnej ścieżce

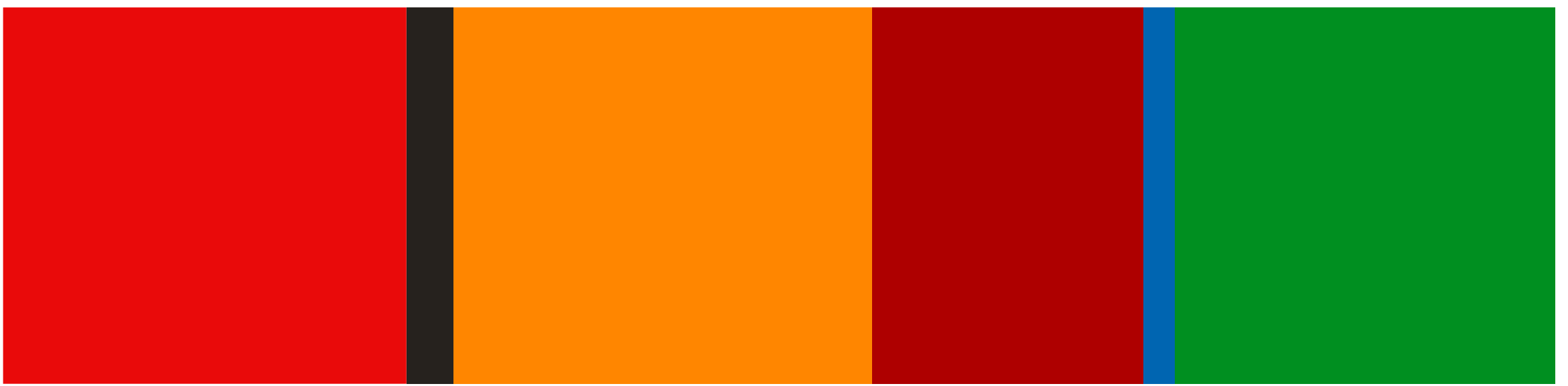
Notowania EURPLN w 2025 roku można podzielić na dwa akty.

Pierwszy trwał mniej więcej do kwietnia i charakteryzował się wysoką zmiennością, za którą odpowiadała przede wszystkim zmiana nastawienia Rady Polityki Pieniężnej (RPP) w zakresie przyszłych stóp procentowych. **Drugi** akt trwa w zasadzie do chwili obecnej i w przeciwieństwie do pierwszego, pokazał marginalną zmienność. Obraz wyglądał zdecydowanie prościej w przypadku USDPLN. Para ta odnotowała wyraźny spadek na przestrzeni roku. Był to oczywiście efekt systematycznych wzrostów EURUSD, które wyraźnie przyspieszyły po zapowiedziach zmian w polityce celnej USA w pierwszym kwartale roku.

Umiarkowanej, choć większej od konsensusu, deprecjacji złotego względem euro spodziewamy się z kilku powodów. Przede wszystkim uważamy, że rynek nieadekwatnie wycenia obecnie ścieżkę przyszłych stóp procentowych. Ma to swoje konsekwencje dla kształtowania się **realnych stóp procentowych, które w kolejnych kwartałach powinny się obniżyć.** Po drugie dostrzegamy **ryzyka stojące po stronie polityki fiskalnej.** Mowa nie tylko o ostatnich decyzjach dwóch agencji ratingowych (Fitch i Moody's) o obniżce perspektywy krajowego oceny kredytowej, ale też o zgrzytach na linii prezydent – rząd w kontekście potencjalnych podwyżek podatków. **Kalendarz wyborczy** również nie będzie naszym zdaniem sprzyjał konsolidacji fiskalnej (wybory parlamentarne zaplanowane na jesień 2027). Dodatkowo gdzieś z tyłu głowy mamy wyraźniejsze wzrosty płac w Polsce na tle krajów UE, które z punktu widzenia inwestora zagranicznego mogą oznaczać **dalsze obniżenie się konkurencyjności** krajowej gospodarki pod względem płacowym, czego przeciwwagą byłoby osłabienie kursu.

Wreszcie, złoty pozostaje nie tyle przewartościowany co znacząco odchylony od poprzedniej średniej w zakresie REER. To sygnalizuje wyraźnie, gdzie układają się ryzyka. W drugą stronę warto pamiętać, że MF będzie dysponował sporymi możliwościami sterowania kursem przy większych zakusach deprecjacyjnych (środku z UE).

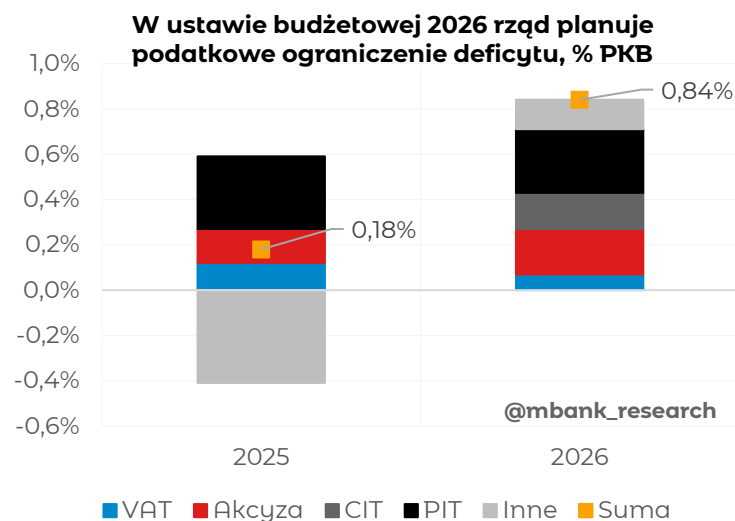
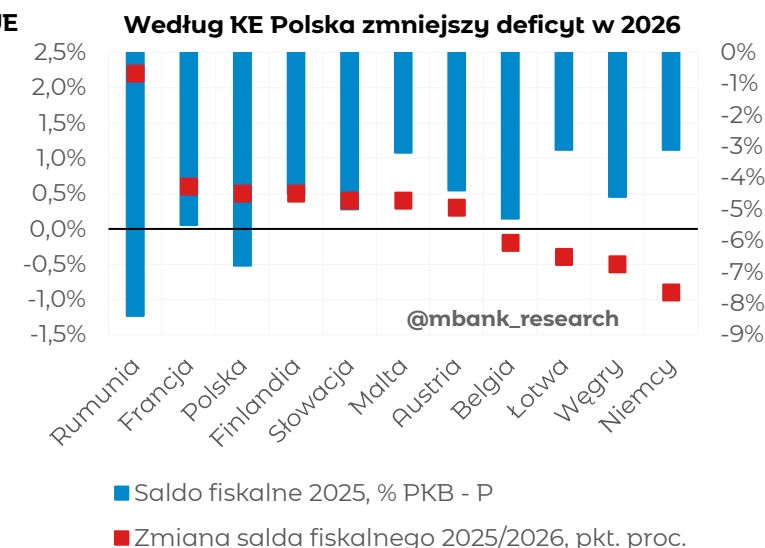
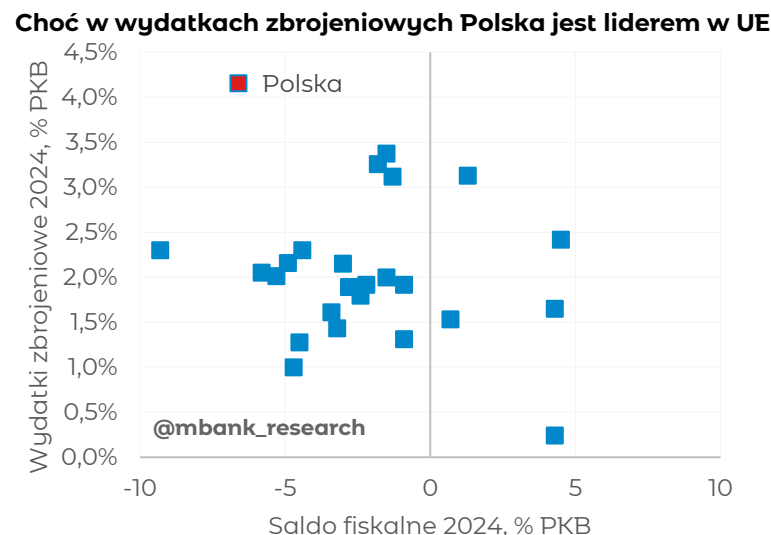
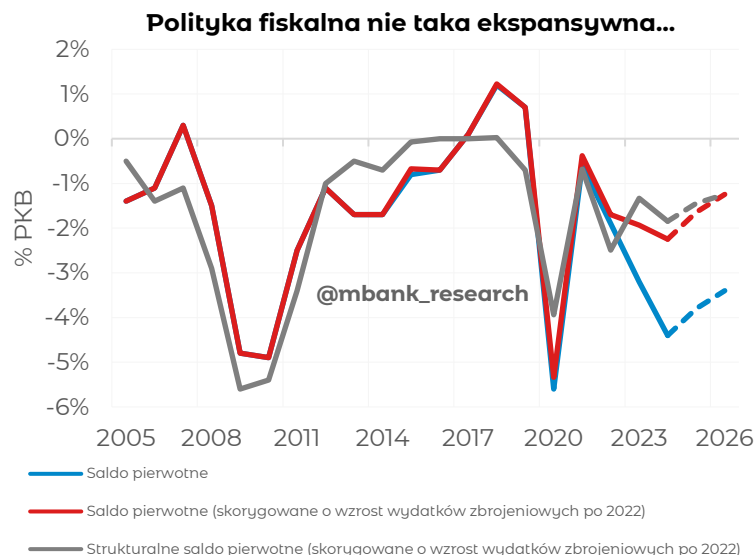




Blok 3: polityka fiskalna i pieniężna



Polityka fiskalna w Polsce wcale nie tak ekspansywna jak mogłoby się wydawać



Polityka fiskalna stała się w ostatnich latach jednym z gorętszych tematów. Budżety państw UE najpierw zostały nadwyrężone odpowiedzią na pandemię, a następnie uporaniem się ze skutkami wybuchu wojny w Ukrainie. Stało się jasne, że wydatki militarne w UE muszą radykalnie wzrosnąć. Polska, z racji na swoje położenie geograficzne, wzięła sobie te słowa do serca najbardziej. W efekcie **na wydatki zbrojowe przekierowujemy już prawie 5% PKB**, co niekorzystnie wpływa na całkowite saldo fiskalne. Z drugiej strony, **gdy skorygujemy krajową pozycję fiskalną o przyrost wydatków zbrojowych po 2022 roku okaże się, iż polityka fiskalna nie jest wcale tak ekspansywna jak mogłoby się wydawać**. Po co ta korekta? Aby pokazać specyficzną kompozycję tych wydatków, z których większość to import, a mniej więcej właśnie dotychczasowe 2% to coś, co wpływa na popyt krajowy. Mnożniki wydatków zbrojowych są obecnie niskie, co nie przekłada się na ani na mocne podbijanie PKB, ani na kreowanie presji inflacyjnych. **Gros ekspansji fiskalnej odbyło się w latach 2020-2023.**

Co z konsolidacją fiskalną? Trudno oczekiwać mocnej redukcji deficytu w kolejnym roku czy dwóch, czego dowodzi najnowsza prognoza KE, czy projekt przyszłorocznej ustawy budżetowej. Wg KE **Polska obniży swój deficyt w przyszłym roku o 0,5% PKB**. Według tego samego źródła, **Polska będzie w przyszłym roku krajem z najwyższym deficytem w UE** sięgającym 6,3% PKB. **Nie jesteśmy tym faktem specjalnie ztroskani**. Po pierwsze, gros deficytu wynika z nieinflacyjnych wydatków zbrojowych (co oznacza, że konsolidacja fiskalna ostatecznie nie powinna mocno ciążyć na wroście PKB). Po drugie, pomimo dużo wyższych potrzeb pożyczkowych netto w 2026 w porównaniu z 2025 rokiem (433 mld zł vs. 300 mld zł), emisje papierów skarbowych nie wrosną. Zawdzięczać mamy to w dużej mierze funduszom unijnym, które będą istotnym źródłem finansowania.

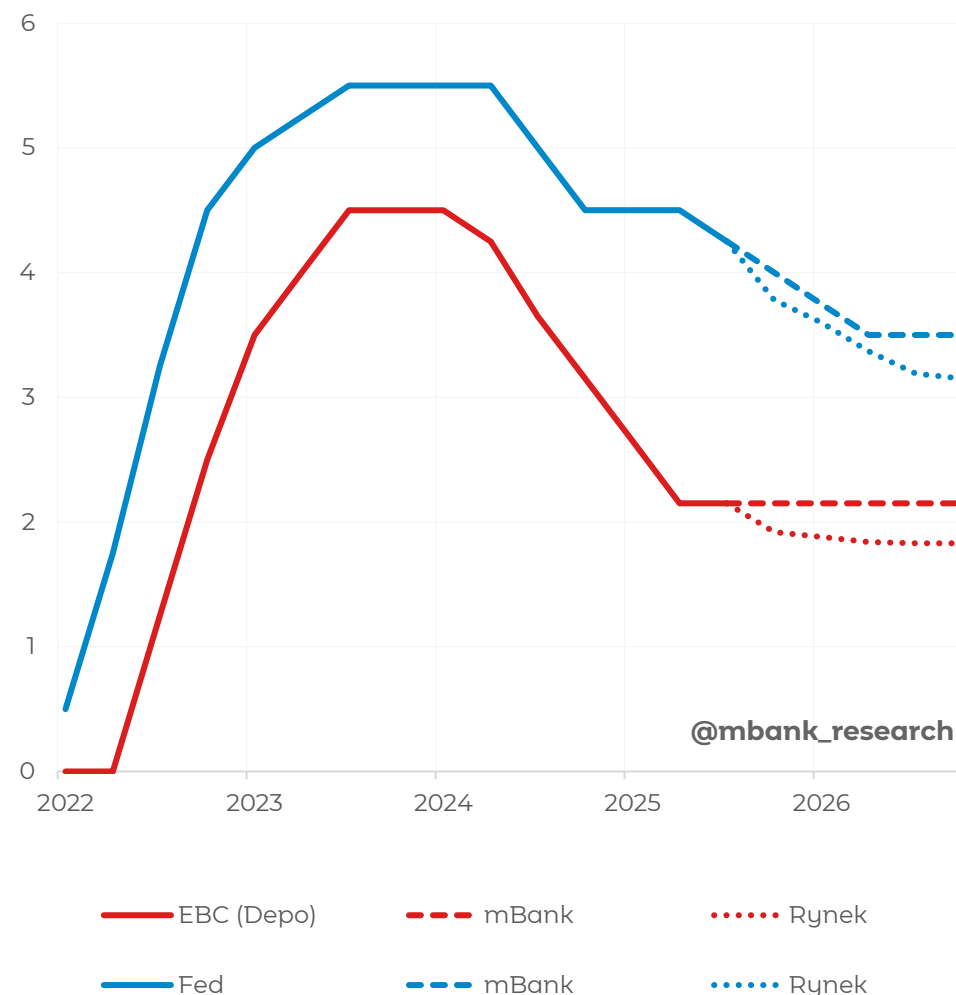
W rezultacie nie powinniśmy spodziewać się wzrostu premii za ryzyko w papierach skarbowych. Fakt obecnie rozszerzonych ASW oraz naszym zdaniem konserwatywnych założeń dot. realnego wzrostu PKB w budżecie (a przede wszystkim reakcji strony podatkowej na lukę PKB) sugeruje przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń.

Status quo w strefie euro, kontynuacja cyklu obniżek w USA i ostrożność w Chinach

Fed: stopy procentowe w USA zostały obniżone od szczytu już o 125pb. Wciąż istnieje przestrzeń do kontynuacji cięć kosztu pieniądza, choć w skali nieco mniejszej niż wycenia to obecnie rynek. **Uważamy, że problem inflacji nie został całkowicie rozwiązany, stąd Fed nie będzie skory do agresywnych ruchów.** Czynnikiem ryzyka jest rynek pracy, choć mamy w tym względzie pozytywne podejście. Jeśli tylko nie ujrzymy spadków zatrudnienia połączonych z wyraźnym wzrostem stopy bezrobocia (4,6-5,0%), trudno sobie wyobrazić, by Fed skłonił się do mocniejszych cięć. Należy przy tym zaznaczyć, że polityka monetarna będzie w kolejnych kwartałach mniej ekspansywna także ze względu na zakończenie od grudnia redukcji sumy bilansowej. **Oczekujemy zejścia górnego przedziału dla stopy funduszy federalnych do 3,5%.**

EBC: w pierwszych miesiącach roku władze monetarne dokończyły cykl luzowania polityki pieniężnej, który w przypadku (kluczowej) stopy depozytowej zamknął się na 235pb. Mniej więcej od połowy roku apetyt w EBC na dalsze obniżki stóp wyraźnie zmalał. Problem inflacji w zasadzie zanikł, wzrost wynagrodzeń powinien spowalniać, a aktywność gospodarcza lekko przyspieszać. Obraz makro nie sygnalizuje już spadków inflacji. Z drugiej strony w samym EBC zaczynają pojawiać się głosy, iż kolejne projekcje makroekonomiczne mogą zacząć pokazywać zbyt niską inflację. Sądzymy jednak, że rozwój sytuacji w gospodarce będzie wystarczająco dobry, by wymazać obawy niektórych członków EBC dot. zbyt niskiej inflacji. W efekcie nie spodziewamy się żadnych zmian stóp w przyszłym roku. **Ryzyka jednak rozkładają się w dół.**

PBoC: na przestrzeni roku Ludowy Bank Chin dokonał tylko kosmetycznej obniżki głównych stóp pożyczkowych, po tym jak w 2024 roku suma obniżek była zdecydowanie większa. Jak można było się domyślać (o czym zresztą pisaliśmy już przed rokiem), taka polityka nie poskutkowała jednak ożywieniem akcji kredytowej. **Dynamiki depozytowe gospodarstw domowych sygnalizują utrzymującą się, wzmożoną chęć oszczędzania** (przyrost depozytów terminowych i w zasadzie brak zmian w przypadku depozytów bieżących). Być może chińskie władze zrozumiały, że problem stagnacji nie tkwi w koszcie pieniądza, ale w niskim popycie na kredyt spowodowanym wciąż spadającymi cenami nieruchomości. **Wydaje nam się mało prawdopodobne, by w przyszłym roku PBoC zdecydował się na mocniejszą cięcia stóp procentowych.** Nie wykluczamy jednak lekkiego dostosowania na zasadzie podkreślenia bardziej gołębiego nastawienia władz i banku centralnego dla szerszej publiczności.



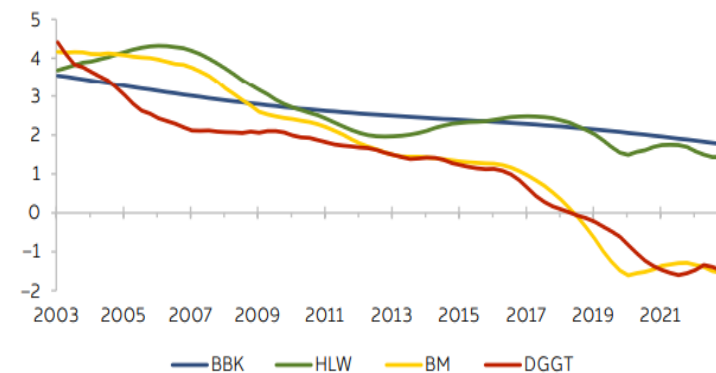
Stopa równowagi w Polsce. Użyteczne narzędzie czy zawracanie głowy?

Docelowa stopa procentowa tzw. stopa równowagi (neutralna) zagościła na stałe na konferencjach NBP dot. stóp procentowych. Szacunki stopy neutralnej to bardziej sztuka niż nauka. Opierają się na mocnych założeniach i kombinacji wielkości nieobserwowalnych. Przestrzeń na błąd jest bardzo duża, co zresztą widać po rozstrzale szacunków. Dodatkowo w przypadku polskich estymacji powiększenie oszacowanej stopy o cel inflacyjny (stworzenie tzw. i^*) prowadzi do przestrzelenia faktycznej wysokości stóp procentowych. Zreplikowaliśmy modele Holstona, Laubacha i Williamsa z Fed (HLW) oraz Brand i Mazelis z EBC (BM). Obecnie obydwa modele wskazują, że polityka pieniężna jest łagodna. Problem jest jednak taki, że wspomniane metodologie sugerują taki stan przez ponad 80% badanych okresów.

Artystyczny charakter szacunków stopy neutralnej sprawia, że w zasadzie każdy może mieć swoje ulubione założenia, metodę czy nawet punktowy lub przedziałowy szacunek. Niestety, jakkolwiek zwykle mocno nieprecyzyjna, wartość stopy neutralnej jest przydatna dla uczestników rynku przy stopniowym cyklu luzowania polityki pieniężnej (czyli obecnie), gdyż kluczem jest ustalenie tzw. stopy docelowej, która utrzyma się „jakiś” dłuższy czas. **Prezes Głapiński szacuje tę stopę realnie w okolicach 1,5-2,0%. Tak przynajmniej można wywnioskować z jego wypowiedzi o preferowanej stopie nominalnej i inflacji w celu. Inni członkowie RPP plasują się nieco poniżej, w przedziale 1-1,5%.** Sęk w tym, że szacunki stopy neutralnej są (1) pro-cykliczne, (2) zależne od bieżącej inflacji (jeśli będzie niższa od oczekiwanej – również stopa równowagi się obniży), (3) trudno znaleźć w przyrodzie przykład historyczny, w którym bank centralny kończy tam, gdzie wyznaczył sobie wcześniej przy użyciu tej metryki. **Z tego tytułu traktujemy stopę neutralną jako wskazówkę, a nie przeznaczenie. W ostatecznym rozrachunku liczy się prognoza inflacji.**

Czy stopy realne powinny pozostać wysokie, jak dziś komunikuje prezes NBP? W naszej ocenie to konserwatywne podejście – istnieje kilka argumentów przemawiających za niższymi wartościami. Po pierwsze potencjalne tempo wzrostu gospodarczego maleje – jeszcze 2-3 lata temu większość organizacji wskazywała wyniki przekraczające 3% rocznie, dziś już w opracowaniach NBP jesteśmy poniżej tego poziomu na koniec 2027 r. Dzieje się tak np. za sprawą coraz słabszej sytuacji demograficznej. Po drugie – spada realna stopa procentowa w strefie euro oraz globalnie. Zarówno Fed i EBC – luzują albo już mocno poluzowały swoją politykę, a inflacja dalej jest w granicach celów. Takie otoczenie sprawia, że Polska może pozwolić sobie na niższe stopy bez obawy o nadmierną deprecjację kursu walutowego. Po trzecie – trudno znaleźć przesłanki ostrożnościowe, które przemawiałyby za chłodzeniem aktywności kredytowej. Współczynnik kredytu do PKB czy do depozytów jest bardzo niski.

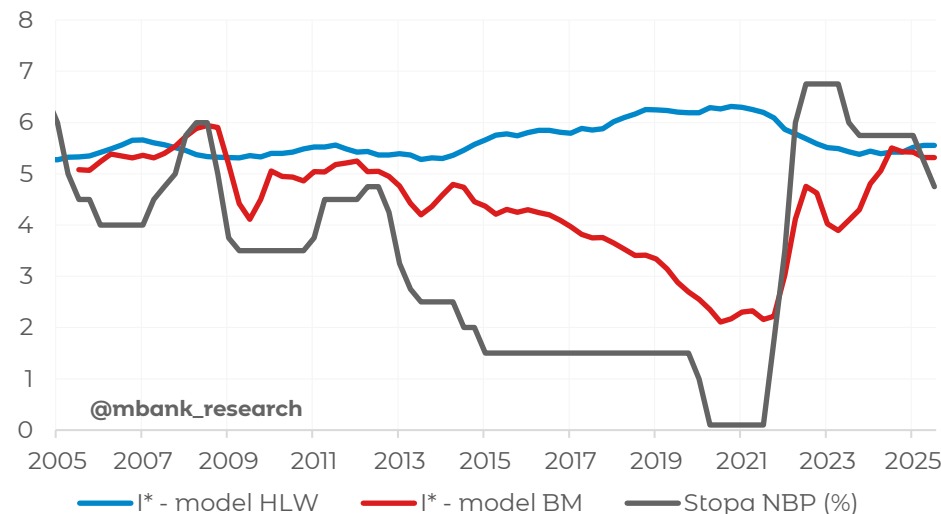
Figure 1. Estimates of the NRI in Poland (main results, quarterly data, %)



Source: Authors' own elaboration.

Źródło: [Bielecki et al. \(2024\)](#)

Oszacowania naturalnych stóp neutralnych (%)



Niska inflacja sprzyja niższym stopom procentowym... bardziej niż myśli rynek

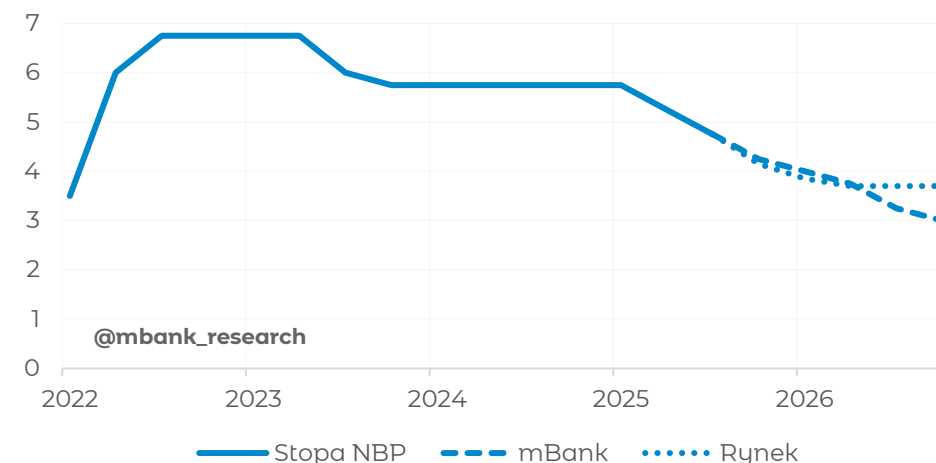
Na wstępie przypomnijmy rozliczenie scenariusza 2024 i 2025. Oparliśmy się wyłącznie na prognozach makro odkładając wszelkie dywagacje innej maści (w tym bardzo popularne argumenty polityczne) na bok. Efekt? 100% trafna prognoza w 2024 roku i (wygląda na to, jeśli RPP nie pociągnie za spust w grudniu) tylko 25pb pomyłki w 2025 roku (przy obniżce 100% trafności). Wygląda na to, że czynnikiem około makroekonomicznym rynek przypisuje nadmiernie znaczenie, a ostatecznie RPP zachowuje się tak, jak dyktują to warunki makro. Warto przy tym dodać, że NBP plasuje się raczej w gronie tych banków centralnych, które reagują głównie na dane, a nie zmiany prognoz. **Nie zmieniamy podejścia w 2026 roku. Nasza prognoza zakłada obniżenie się stopy referencyjnej do 3% na koniec roku, poniżej konsensusu rynkowego (~3,5%) oraz bieżącego forward guidance prezesa (~4%).**

Głównym argumentem stojącym za tą liczbą jest niska inflacja, która znajdzie się przez większą część roku poniżej celu, mimo oczekiwanych przez nas obniżek (tłumaczenie [tutaj](#)). Zbicie inflacji postępowało będzie głównie globalnie, choć widzimy duże pole do postępu na niwie inflacji usług. Brak wyraźnego spadku inflacji bazowej to efekty zmian cen administrowanych oraz towarów podlegających wymianie międzynarodowej (to poza kontrolą RPP). Wciąż jednak przy 3% inflacji bazowej jej wkład w inflację CPI nie przekroczy 1,7pp.

Osobno warto potraktować wzrost wynagrodzeń, gdyż jest to czynnik wymieniany przez RPP zwykle niejako obok inflacji. Wzrost ten systematycznie zaskakuje niższymi wartościami, a wśród zaskoczonych są między innymi analitycy NBP. Na tym polu także nie widać specjalnie przyczyn, dla których proces ten nie byłby kontynuowany w kolejnych kwartałach (niższy wzrost płacy minimalnej, symboliczne podwyżki w sektorze budżetowym, słabnące apetyty przedsiębiorstw na większe podwyżki płac). (Czasowe) ożywienie inwestycyjne to za mało, aby zaburzyć trajektorię spadkową.

Problemem dla Rady Polityki Pieniężnej nie powinna być ani polityka fiskalna, ani kurs walutowy. W kontekście tej pierwszej, historia z ostatnich miesięcy pokazała dobitnie, iż możliwa jest względnie szybka dezinflacja z deficytem przekraczającym 6% PKB. Podkreśla to, że nie tylko wielkość deficytu ma znaczenie, ale również jego struktura. Jeśli chodzi o kurs walutowy nie sądzimy, by antycypowana przez nas umiarkowana deprecjacja złotego do euro była czymś, co może zachwiać decyzjami członków RPP (kluczowy dla przefiltrowania dezinflacji globalnej jest kurs USDPLN, nie EURPLN).

Wreszcie na koniec kwestia ETS2, która ostatecznie będzie zapewne odsunięta w czasie do 2028 roku. Tym samym w żadnej z przyszłorocznej projekcji nie zobaczymy uwzględnienia tego czynnika w ścieżkach inflacji.



Dlaczego nie front-loading? Uważny czytelnik (a tylko takich mamy) zauważy, że mimo bardzo niskich wartości inflacji na początku roku RPP nie pociąga szybko za spust. Kilka powodów. 1) Trajektoria wznosząca PKB, 2) Pauza po wcześniejszych obniżkach, 3) Długi okres kumulacji dowodów na to, że projekcja jest zawyżona, 4) Tradycyjny brak danych inflacyjnych z nowego roku do połowy marca (nowy koszyk w 2025 roku sporo namieszał).

Dlaczego jeśli wznowienie obniżek to wciąż H2? 1) Wyraźnie opadająca ścieżka PKB w prognozach, 2) Inflacja wciąż dokładnie w celu lub lekko poniżej, 3) Kumulacja ryzyk dla wzrostu PKB – jeśli do tej pory inwestycje wyraźnie nie przyspieszą, prawdopodobnie już wyraźnie nie przyspieszą, a więc luka popytowa będzie dużo większa niż myślimy, 4) Wyraźnie niższa inflacja usługowa i płace.

Prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	%, r/r	0,2	3,0	3,6	4,2	3,2	3,3	3,7	4,0	4,4	4,6	4,3	3,8
Popyt krajowy	%, r/r	-3,0	4,5	4,2	3,8	4,3	4,1	3,7	2,8	3,7	3,9	3,9	3,7
Inwestycje	%, r/r	12,7	-0,9	3,6	9,3	6,4	-0,7	4,8	8,8	10,6	12,5	8,2	6,1
Konsumpcja prywatna	%, r/r	-0,3	2,9	3,9	3,6	2,6	4,5	4,6	4,5	4,2	3,7	3,5	3,1
Zatrudnienie w GN (średnia)	%, r/r	0,3	-0,4	-0,2	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2
Płace w GN (średnia)	%, r/r	12,8	13,7	8,4	6,5	10,0	8,8	7,5	7,3	6,8	6,6	6,4	6,0
Inflacja CPI (średnia)	%, r/r	11,6	3,7	3,6	2,3	4,9	4,1	2,9	2,6	2,2	2,4	2,3	2,3
Inflacja CPI (na koniec okresu)	%, r/r	6,2	4,7	2,5	2,4	4,9	4,1	2,9	2,5	2,2	2,6	2,3	2,3
USD/PLN (koniec okresu)	PLN	3,94	4,13	3,63	3,61	3,87	3,60	3,64	3,63	3,58	3,57	3,61	3,61
EUR/PLN (koniec okresu)	PLN	4,34	4,28	4,28	4,40	4,19	4,24	4,27	4,28	4,30	4,35	4,40	4,40
CHF/PLN (koniec okresu)	PLN	4,68	4,55	4,60	4,68	4,38	4,54	4,57	4,60	4,61	4,65	4,69	4,68
SARON 3M (średnia)	%	1,65	1,01	0,02	-0,05	0,22	-0,04	-0,06	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
SARON 6M (średnia)	%	1,52	1,52	0,78	-0,05	1,52	1,52	0,12	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
WIBOR 3M (średnia)	%	6,36	5,86	4,96	3,46	5,84	5,23	4,72	4,05	3,85	3,70	3,25	3,05
WIBOR 6M (średnia)	%	6,34	5,84	4,88	3,53	5,76	5,04	4,58	4,15	3,95	3,75	3,30	3,10
EURIBOR 3M (średnia)	%	3,62	3,40	2,07	1,95	2,34	1,94	2,03	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95
EURIBOR 6M (średnia)	%	3,81	3,30	2,12	2,01	2,34	2,05	2,10	2,01	2,01	2,01	2,01	2,01
SOFR 3M (średnia)	%	5,23	4,88	4,10	3,41	4,29	4,29	3,98	3,85	3,60	3,35	3,35	3,35
SOFR 6M (średnia)	%	5,23	4,74	3,99	3,33	4,19	4,15	3,85	3,77	3,52	3,27	3,27	3,27
Stopa repo NBP (koniec okresu)	%	5,75	5,75	4,25	3,00	5,75	5,25	4,75	4,25	4,00	3,75	3,25	3,00
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	%	5,1	5,1	5,8	5,5	5,3	5,2	5,6	5,8	5,9	5,7	5,4	5,5
Saldo GG	% PKB	-5,3	-6,6	-6,9	-6,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Pierwotne saldo GG	% PKB	-3,2	-4,4	-4,4	-3,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Dług GG	% PKB	49,5	55,1	60,6	66,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Rachunek bieżący	% PKB	1,5	0,3	-1,4	-1,0	-0,4	-0,7	-1,3	-1,4	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0

Relacjonowali dla Państwa:

dr Marcin Mazurek

główny ekonomista banku
marcin.mazurek@mbank.pl

Arkadiusz Balcerowski, CFA

ekonomista
arkadiusz.balcerowski@mbank.pl

dr Jakub Rybacki

ekonomista
jakub.rybacki@mbank.pl

Dawid Sułkowski

ekonomista
dawid.sulkowski@mbank.pl

Zapraszamy na stronę internetową z analizami makroekonomia.mbank.pl

Oraz na serwis X: https://x.com/mbank_research

Uwaga!

Dokument przygotowali pracownicy Obszaru Skarbu i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. zatrudnieni na stanowiskach ds. analiz makroekonomicznych. Celem dokumentu jest promocja i reklama. Dokument 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”. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego, ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego.

Dokument stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów, popartej informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny w nim zawarte wyrażają opinie na dzień ich sformułowania i publikacji. Autorzy mogą je zmienić bez uprzedniego powiadomienia. Dystrybucja lub przedruk części lub całości dokumentu możliwa jest jedynie wraz z podaniem, kto jest ich autorem (ekonomiści mBanku).