

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

19 lutego 2026 r.



2026 r. – mocniejszy, bezinflacyjny wzrost PKB

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych**

bosbank.analizy@bosbank.pl

**Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista**

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

**Aleksandra Świątkowska
Ekonomista**

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl



Synteza

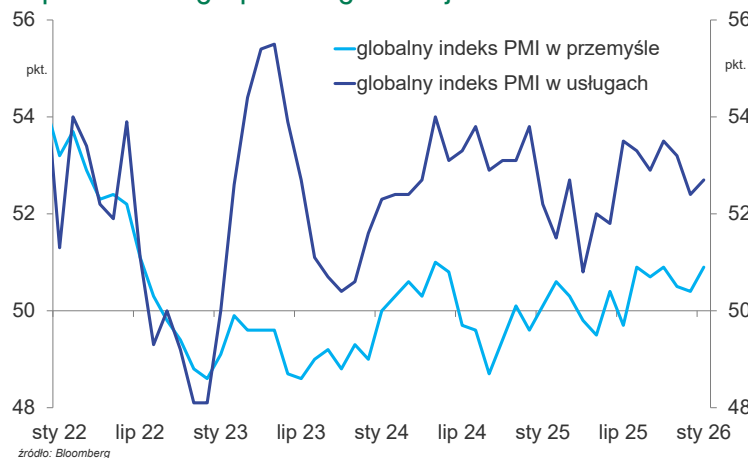
- Dane napływające z gospodarki globalnej na przełomie 2025 i 2026 r. uspokajają potwierdzając ograniczone ryzyko silnego spowolnienia aktywności. W bazowym scenariuszu nadal oczekujemy, że w 2026 r. tempo wzrostu gospodarczego na świecie lekko osłabnie.
- Zakładamy, że inwestycje związane z technologiczną rewolucją AI wzrosną w 2026 r. wolniej niż w 2025 r., a globalny przemysł będzie nadal borykał się z długookresowymi dostosowaniami, m.in. w globalnym handlu. W tych warunkach oczekujemy utrzymania osłabionej dynamiki zatrudnienia, co wraz z obniżającą się dynamiką wynagrodzeń będzie ograniczało wzrost konsumpcji prywatnej.
- Wsparciem dla globalnej gospodarki będzie luźniejsza polityka pieniężna, utrzymanie łagodnej polityki fiskalnej oraz obniżenie niepewności funkcjonowania przedsiębiorstw. W 2026 r. oczekujemy silniejszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Niemczech dzięki silniejszemu impulsowi z obszaru wydatków publicznych na infrastrukturę i zbrojenia.
- Poza rozwojem sytuacji w sektorze wysokich technologii (zarówno w aspekcie gospodarczym, jak i rynkowym) czynnikiem ryzyka dla gospodarki globalnej pozostaje sytuacja geopolityczna, w tym kształtowanie się cen surowców w związku z niestabilną sytuacją na Bliskim Wschodzie.
- Korzystne prognozy dla gospodarki globalnej, a w szczególności ożywienie aktywności w Niemczech będzie wspierać dalszy stopniowy wzrost polskiego eksportu. Natomiast to wzrost inwestycji będzie głównym motorem przyspieszenia polskiej gospodarki w 2026 r. dzięki rosnącej skali projektów współfinansowanych ze środków UE. Prognozujemy, że PKB wzrośnie w całym 2026 r. o 4,0% wobec 3,6% w 2025 r.
- Jednocześnie oczekujemy dalszego obniżenia inflacji CPI poniżej 2,0% średnio w 2026 r., po przyspieszeniu trendu spadkowego inflacji pod koniec 2025 r. W warunkach niższych cen surowców żywnościowych i energetycznych, obniżającej się dynamiki kosztów pracy i mocnego kursu złotego oczekujemy dalszego obniżenia dynamiki cen w większości głównych składowych inflacji.
- Prognozujemy kontynuację cyklu obniżek stóp NBP w warunkach kontynuacji spadku inflacji. Jednocześnie wolniejszy spadek inflacji oraz dotychczasowa skala poluzowania polityki monetarnej w 2025 r. skutkują wolniejszym tempem obniżek stóp. Prognozujemy, że do jesieni RPP obniży stopy procentowe – każdorazowo o 25 pkt. baz. – do poziomu 3,25% dla stopy referencyjnej NBP.



Wyniki gospodarki globalnej z końca 2025 r. uspokajają

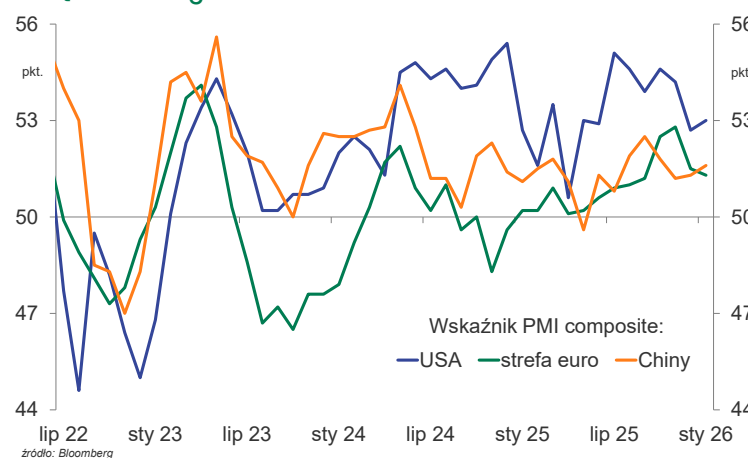
- Dane z gospodarki globalnej z IV kw. 2025 r. okazały się korzystniejsze od oczekiwań. Choć wskaźniki koniunktury w większości regionów na przełomie roku lekko osłabły, to wciąż utrzymują się na niezłym poziomie, szczególnie wobec obaw o perspektywę wzrostu gospodarczego formułowanych wiosną 2025 r.
- Miesięczne wyniki globalnej wymiany handlowej i produkcji przemysłowej pozostawały zmienne, niemniej generalnie notowały wzrost.
- Czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w 2025 r. były: – wysokie wydatki technologiczne (głównie w USA), – stabilna konsumpcja prywatna pomimo słabych wyników zatrudnienia, – luźne warunki monetarne i stabilna sytuacja na rynkach finansowych, – luźna polityka fiskalna.
- Bardziej zróżnicowana sytuacja dotyczyła tendencji inflacyjnych, przy nieco wyższej inflacji w USA (z powodu wzrostu cen), silnym spadku inflacji w Chinach z powodu nadpodaży i stabilizującej się blisko celu ECB inflacji w strefie euro.

Wskaźniki koniunktury wskazują na ograniczone ryzyko spowolnienia gospodarki globalnej...



źródło: Bloomberg

Na początku 2026 r. stabilne wskaźniki koniunktury w większości regionów....



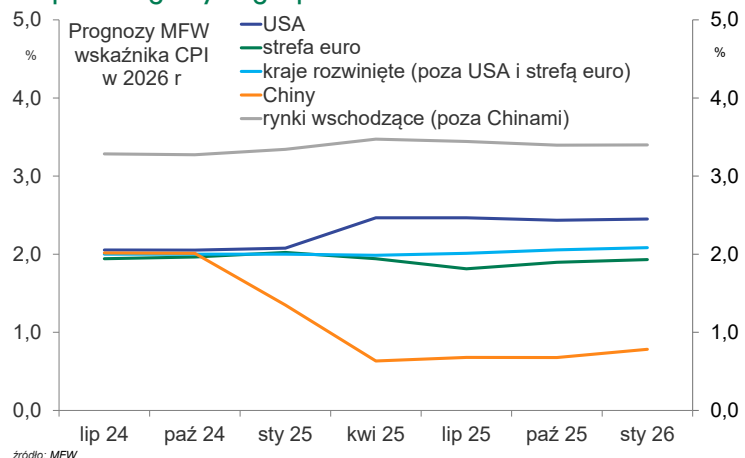
źródło: Bloomberg

...przy utrzymaniu wzrostów w globalnym przemyśle i handlu



źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

...bardziej zróżnicowane tendencje inflacyjne w poszczególnych gospodarkach



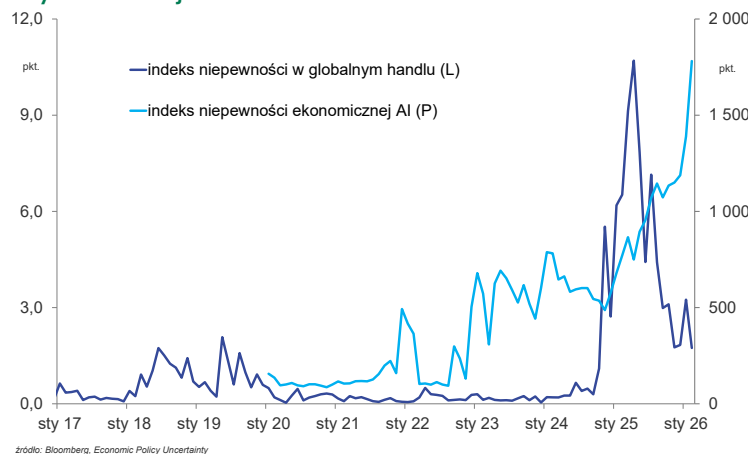
źródło: MFW



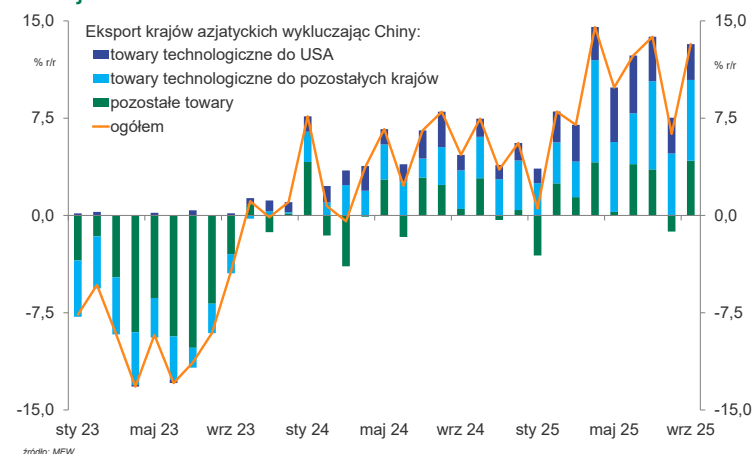
Ryzyko dla prognoz na 2026 r. pozostaje podwyższone

- W bazowym scenariuszu oczekujemy lekkiego spowolnienia wzrostu aktywności światowej gospodarki, przy wolniejszym wzroście wydatków inwestycyjnych w nowe technologie (AI), ograniczonej skali wzrostu zatrudnienia i wolniejszym wzroście konsumpcji prywatnej. Wciąż trudno ocenić jak zmiany przepływów w globalnym handlu w dłuższym okresie wpłyną na tendencje w globalnym przemyśle.
- Czynnikiem stabilizującym aktywność gospodarki pozostanie luźniejsza polityka pieniężna, spadek niepewności co do polityki handlowej USA oraz wsparcie polityki fiskalnej (głównie w Niemczech, ale także w USA i Chinach).
- Istotne dla tendencji gospodarczych pozostanie skala wzrostu wydatków technologicznych, ich dalszy rozwój (m.in. w kontekście ograniczeń regulacyjnych i energetycznych) oraz wpływ na rynek pracy i wydajność pracy. Ponadto istotny wzrost znaczenia tego sektora dla globalnego rynku finansowego także może wpływać na sytuację rynkową i w efekcie poziom globalnej premii za ryzyko.

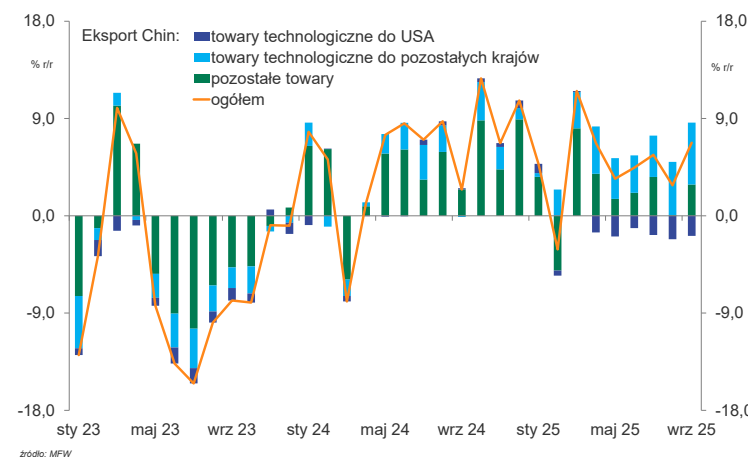
Wygasająca niepewność w globalnym handlu, rosnąca z tytułu rozwoju AI



Ożywienie popytu technologicznego stabilizujące eksport z Azji...



...w tym z Chin



Wzrost wpływu spółek technologicznych na globalny rynek finansowy

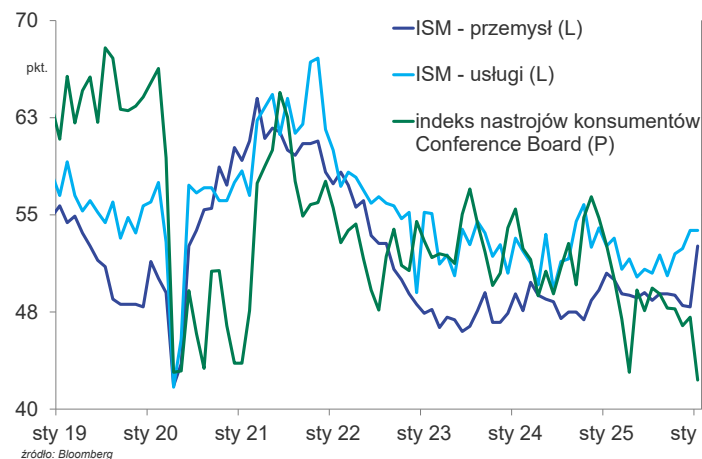




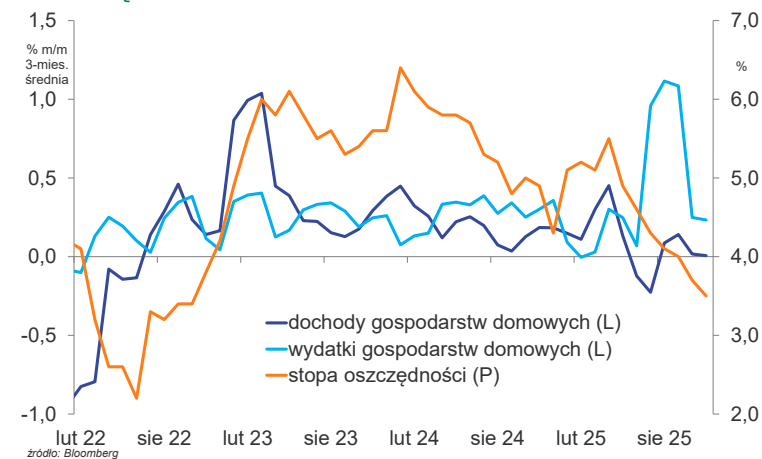
Pomimo szoku handlowego, stabilne perspektywy gospodarki USA

- Bieżące dane ze sfery realnej gospodarki USA wskazują na utrzymanie solidnego wzrostu aktywności. W 2025 r. koniunkturę silnie wspierają: dynamiczny wzrost nakładów inwestycyjnych związanych z AI i mocna konsumpcja prywatna, pomimo słabnącej sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.
- Zakładamy w 2026 r. utrzymanie dynamiki PKB lekko powyżej 2,0%, ale poniżej wzrostu z okresu II – IV kw. 2025 r. Niższy poziom stopy oszczędności po spadku w minionym roku ogranicza potencjał do szybkiego wzrostu konsumpcji przy założeniu utrzymania słabszej koniunktury na rynku pracy. W kolejnych kwartałach efekty bazy ograniczą dynamikę wzrostu inwestycji związanych z AI.
- Czynnikiem wspierającym aktywność może być zwiększenie pozostałych inwestycji firm (słabych w 2025 r.) na co mogą wskazywać lepsze dane z przemysłu, z drugiej strony wskaźniki koniunktury nie wskazują na dynamiczne ożywienie inwestycji. Łuzna polityka fiskalna (m.in. niższe obciążenia podatkowe) wciąż będzie wspierać aktywność gospodarki.

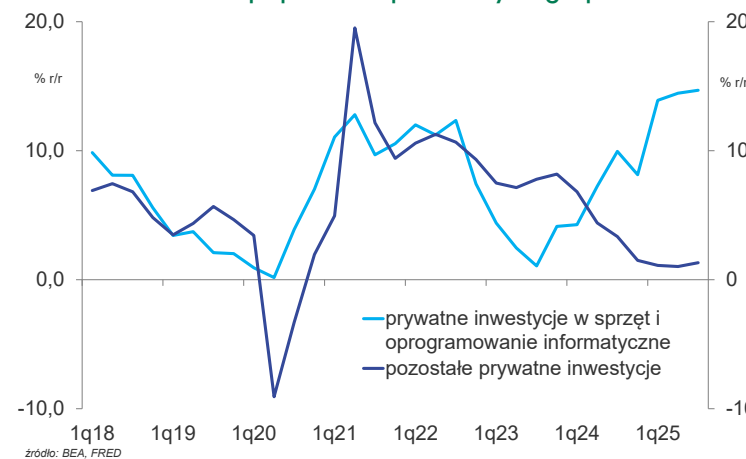
Stabilne wskaźniki koniunktury przedsiębiorstw, wciąż słabe wśród konsumentów...



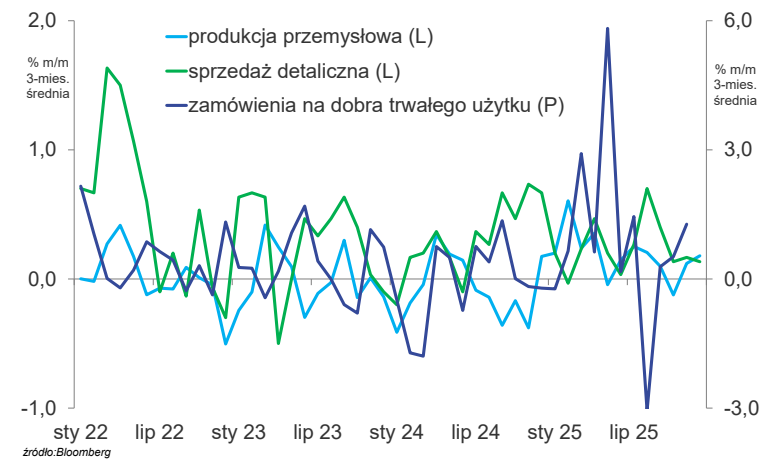
...w 2025 r. konsumpcja w dużym stopniu finansowana z oszczędności



W 2025 r. dynamiczne inwestycje w AI, w 2026 r. oczekiwana lekka poprawa w pozostałych grupach...



...może wspierać ożywienie przemysłu

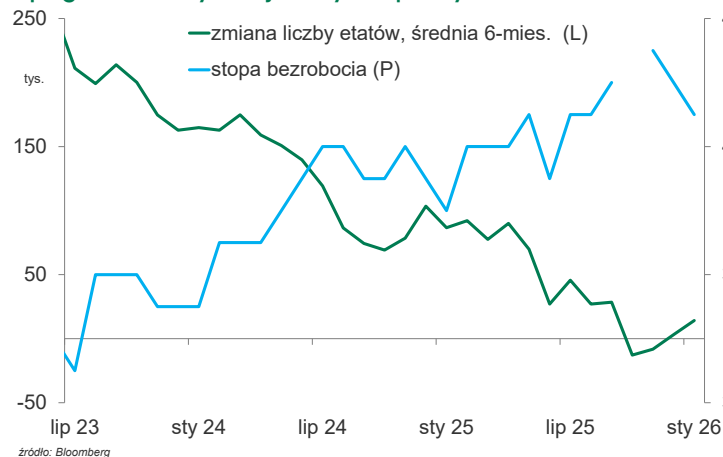




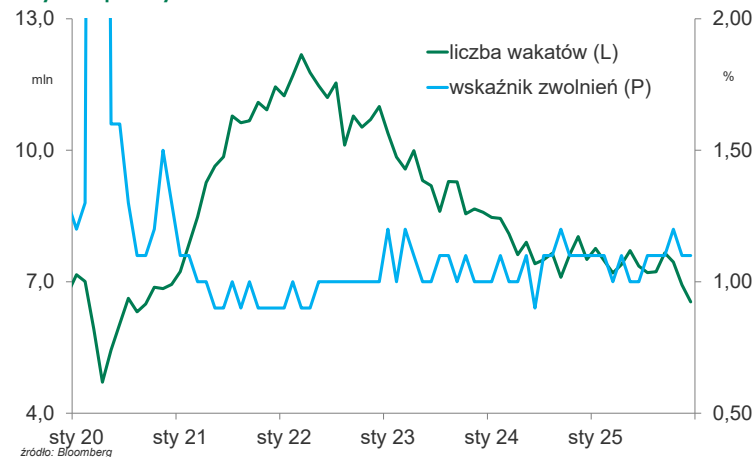
Słabsza koniunktura na rynku pracy oraz normalizacja inflacji argumentem za dalszym lekkim złagodzeniem polityki pieniężnej Fed

- Na przełomie roku dane z rynku pracy w USA wskazały na pewną poprawę sytuacji, niemniej nastąpiła ona po wyraźnym osłabieniu w trakcie 2025 r. Z drugiej strony nadal spada liczba wakatów – objaw słabości rynku pracy.
- Ryzyko silnego pogorszenia koniunktury na rynku pracy i wzrostu bezrobocia wydaje się niskie (wciąż bezpieczne poziomy wskaźnika zwolnień, spadek niepewności firm), zakładamy natomiast że ostrożność przedsiębiorstw w zakresie zwiększania zatrudnienia utrzyma się.
- Lepsze dane z rynku pracy ograniczają prawdopodobieństwo redukcji stóp Fed w krótkim okresie. Oceniamy natomiast, że w trakcie tego roku FOMC obniży stopy procentowe łącznie o 50 pkt. baz., przy założeniu utrzymania słabszej koniunktury na rynku pracy i normalizacji inflacji. Kolejne dane potwierdziły bowiem ograniczony wpływ podwyższonych ciał importowych na wzrost cen towarów oraz stopniowo postępujący spadek indeksu cen usług w ślad za niższą dynamiką płac.
- Oczekujemy, że w tych warunkach FOMC obniży stopy bliżej tzw. neutralnego poziomu do 3,25% dla stopy funduszy federalnych.

Na przełomie 2025 i 2026 r. spadło ryzyko dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy...



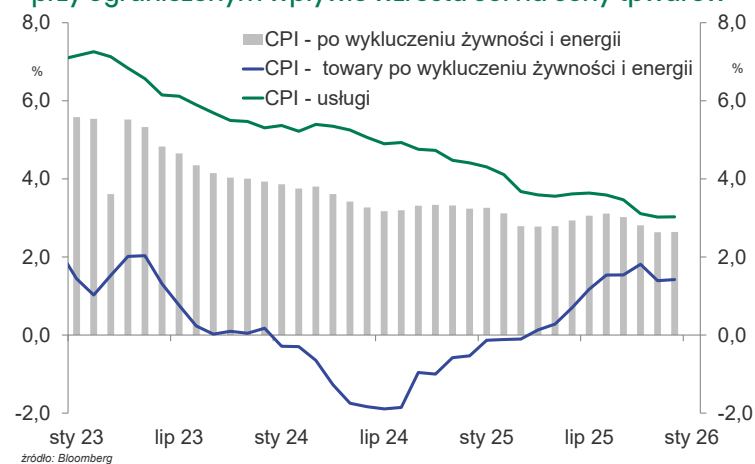
...z drugiej strony spada liczba wakatów – oznaka słabości rynku pracy



Stabilnie dynamika wynagrodzeń...



...co powinno wspierać dalsze obniżenie dynamiki cen usług, przy ograniczonym wpływie wzrostu ciał na ceny tpwarów

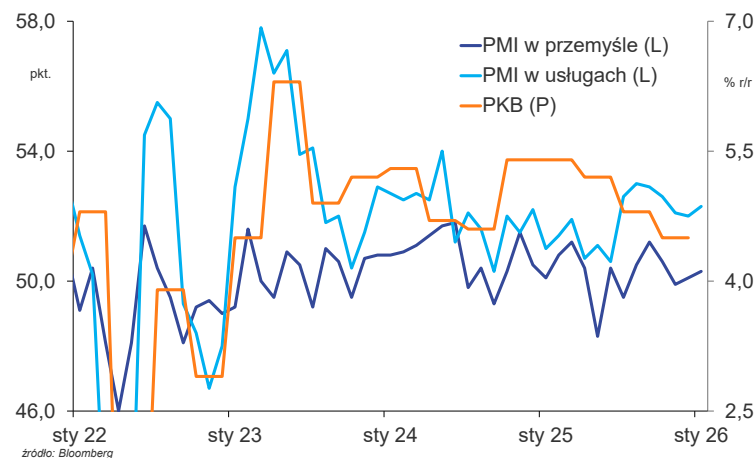




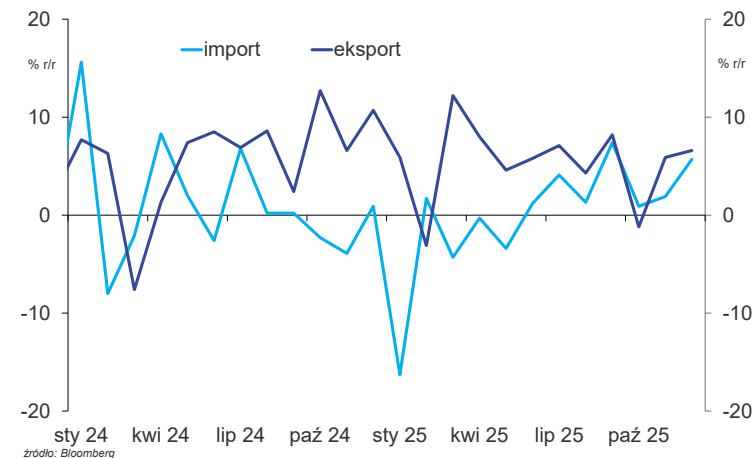
W Chinach bardzo słaby popyt krajowy, wciąż stabilny eksport...

- W trakcie 2025 r. tempo wzrostu PKB stopniowo obniżało się. Głównym powodem słabszej aktywności było spowolnienie popytu krajowego, głównie inwestycyjnego.
- Pomimo gwałtownego spadku chińskiego eksportu do USA w następstwie podwyższenia ceł importowych do USA, wyniki eksportu ogółem pozostały stabilne, przy rosnącej jego skali do innych regionów, co pozwoliło utrzymać stabilną aktywność w chińskim przemyśle.
- Wysoka nadpodaż w chińskiej gospodarce, ograniczenie rynków zbytu poskutkowało silną presją na ograniczenie kosztów i obniżenie cen sprzedaży eksportowej.
- W warunkach niestabilnej sytuacji geopolitycznej i zmieniających się relacji handlowych (bardziej restrykcyjna polityka handlowa UE wobec Chin) trudno o jednoznaczne prognozy w jakim stopniu Chiny utrzymają zdolność do poszerzania swoich rynków zbytu. Przyjmujemy założenie o ograniczeniu jego dalszego wzrostu, stąd kluczowe dla gospodarki pozostaje wzmacnianie popytu krajowego.

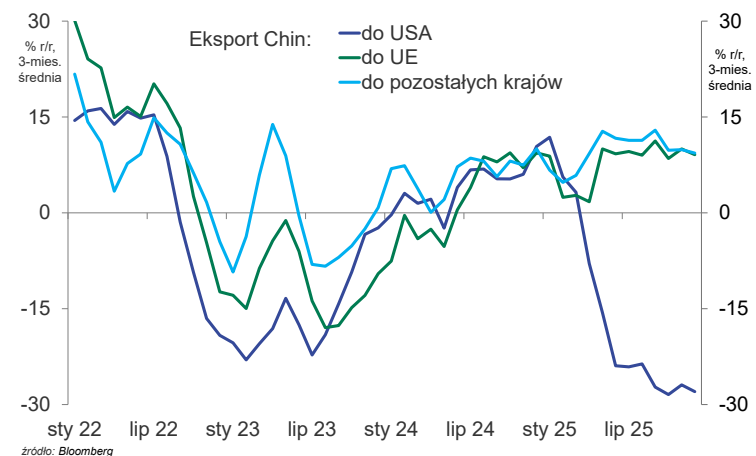
Stopniowe obniżenie dynamiki PKB w Chinach...



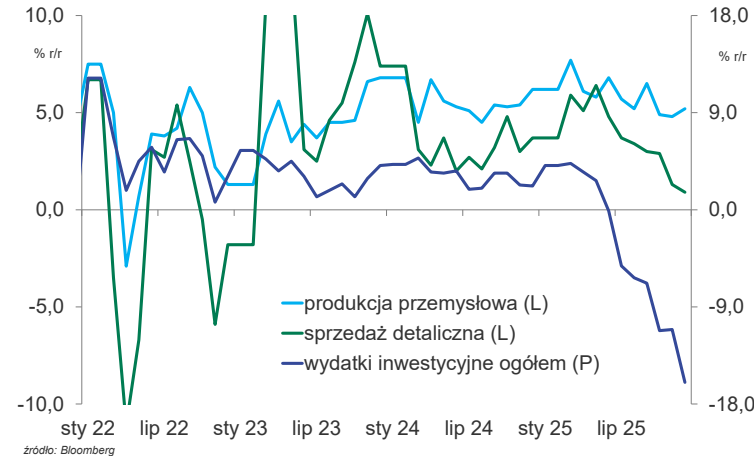
...przy stabilnym wzroście eksportu...



...dzięki poszerzeniu rynków zbytu po silnym spadku eksportu do USA...



...ale przy wyraźnym osłabieniu popytu krajowego, szczególnie inwestycyjnego

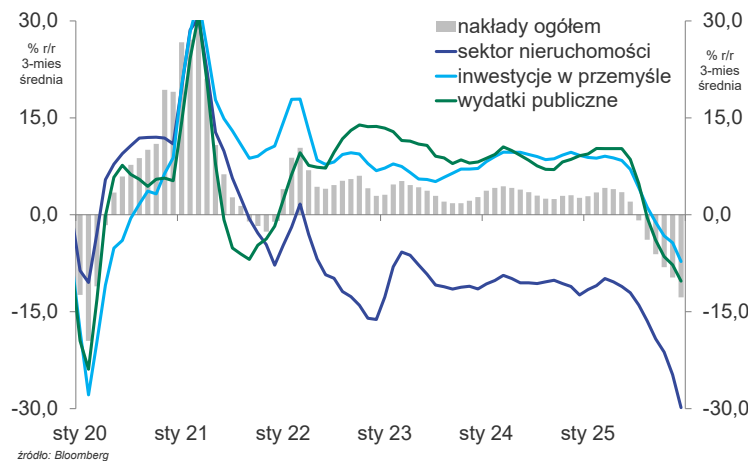




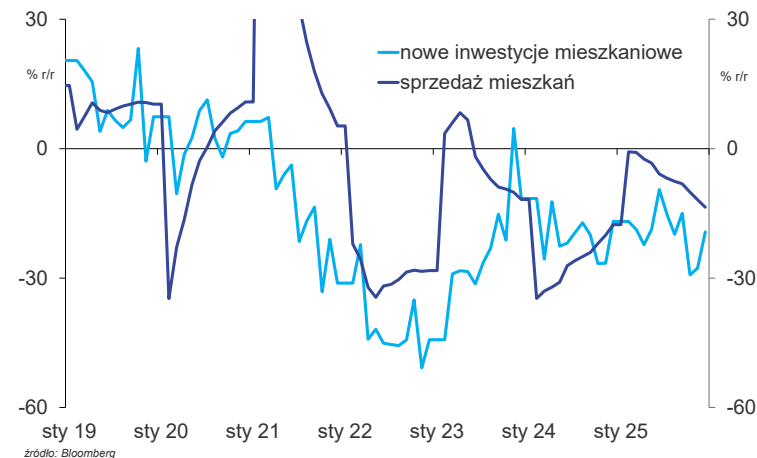
...wyzwania dla polityki gospodarczej w warunkach cyklicznych i strukturalnych zmian

- Spadek inwestycji w gospodarce chińskiej w II połowie 2025 r. miał miejsce we wszystkich głównych obszarach. Nadal brak jest sygnałów stabilizowania się rynku nieruchomości pomimo wdrożonych publicznych programów wsparcia.
- Przy wciąż osłabionych nastrojach konsumentów trudno także oczekiwać przyspieszenia konsumpcji prywatnej.
- Zakładamy, że w 2026 r. wzrost PKB w Chinach obniży do niespełna 4,5% r/r wobec 5,0% w 2025 r. Ograniczenie spowolnienia PKB będzie wymagało utrzymania aktywnej roli sektora publicznego. Z drugiej strony władze Chin de facto zapowiedziały ograniczenie dalszych programów stymulacji gospodarczej wskazując na nadpodaż w chińskiej gospodarce. Tym samym aktywne wsparcie ze strony polityki gospodarczej będzie wyzwaniem.
- Utrzymuje się z kolei przestrzeń dla poluzowania polityki monetarnej przy niskiej inflacji i dynamice agregatów monetarnych oraz ograniczonej presji na osłabienie juana.

Gwałtowne osłabienie aktywności inwestycyjnej...



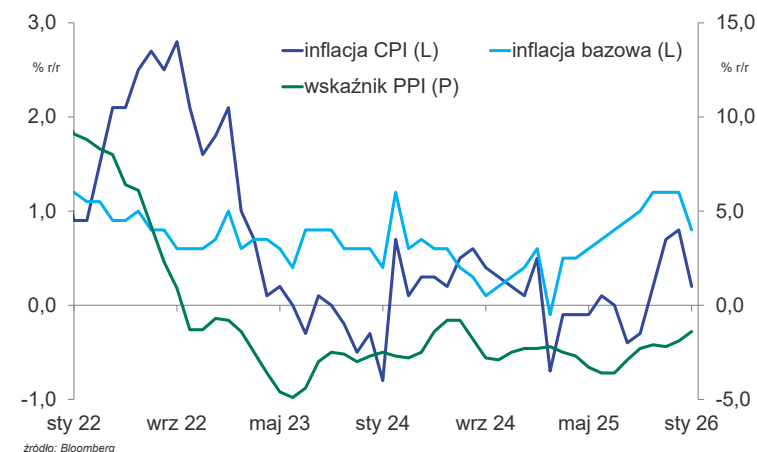
...utrzymuje się zapas na rynku nieruchomości...



...brak perspektyw na ożywienie popytu konsumpcyjnego



Bardzo niska inflacja efektem słabości popytu i strukturalnej nadpodaży



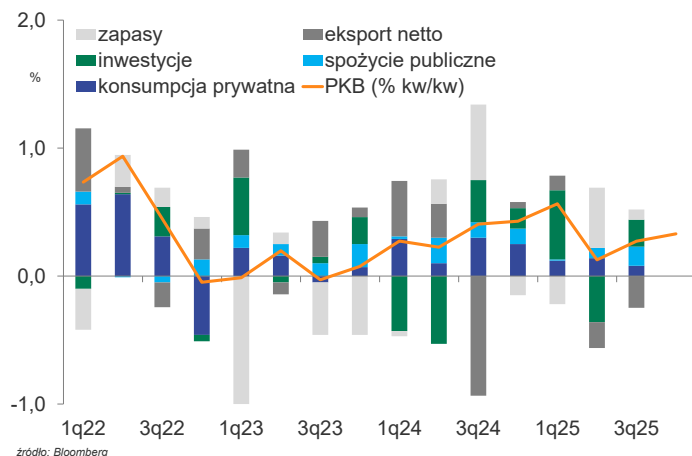


Spadek niepewności gospodarczej w strefie euro argumentem za stabilnymi stopami EBC

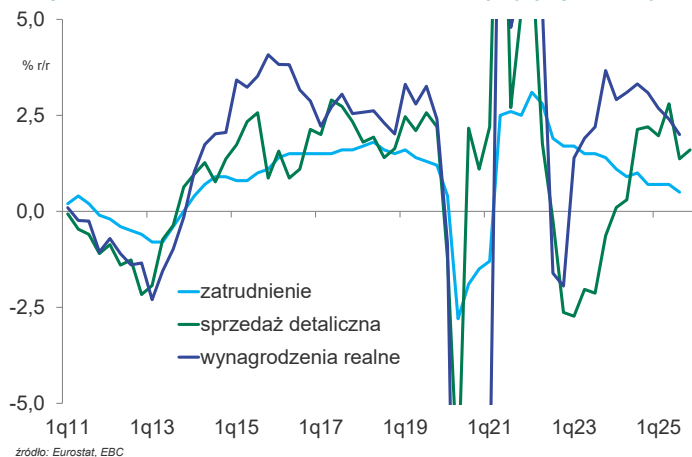
- Sytuacja gospodarcza w strefie euro w II poł. 2025 r. poprawiała się. Nieco silniejszy wzrost odnotowano w Niemczech, które w całym ub.r. odnotowały wyraźnie słabszy wzrost PKB (0,3% SA) niż w całej EMU (1,4%). Wskaźniki koniunktury wskazują na utrzymanie stabilnej aktywności.
- W 2026 r. zakładamy lekkie obniżenie wzrostu PKB w strefie euro do 1,2%, głównie z powodu efektu wysokiej bazy wynikającego z okresowego odbicia PKB w I kw. 2025 r.
- Zakładamy, że utrzyma się pozytywny wpływ luźniejszej polityki pieniężnej na popyt na kredyt, i inwestycje. Być może także w strefie euro przyspieszą silniej inwestycje związane z AI.
- Silniejszy wzrost aktywności hamowany będzie przez wciąż niski wzrost zatrudnienia i słabnącą dynamikę wynagrodzeń, które będą ograniczać wzrost konsumpcji prywatnej. Wyzwaniem pozostają także strukturalne zmiany w globalnym handlu (cła w USA, konkurencja chińskiego przemysłu).
- Przy relatywnie stabilnych wynikach gospodarczych, kontynuacji spadku dynamiki płac oraz inflacji oscylującej w okolicach 2%, oczekujemy stabilizacji stóp EBC w całym 2026 r.

2026-02-19 Klauzula poufności: BOŚ jawne

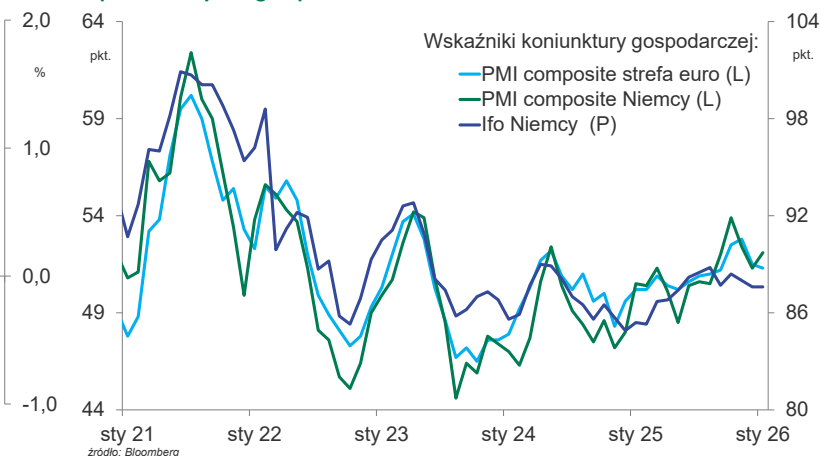
W II poł. ub.r. stabilny wzrost gospodarczy w strefie euro...



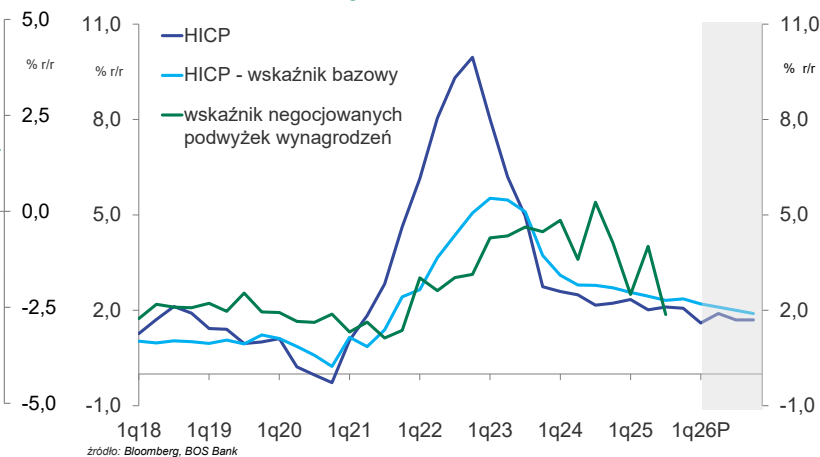
Słabe zatrudnienie i obniżająca się dynamika płac wyzwaniem dla wzmocnienia konsumpcji prywatnej



...przy słabej aktywności w Niemczech, silniejszej w pozostałych gospodarkach



W 2026 r. inflacja HICP w okolicach celu EBC komfortowa dla banku centralnego





Luźniejsza polityka fiskalna w Niemczech powinna w 2026 r. silniej wesprzeć gospodarkę

- W 2025 r. gospodarka niemiecka w ograniczonym stopniu odczuła zapowiedziane blisko 2 lata temu poluzowanie fiskalne. Zakładamy, że w 2026 r. ten wpływ będzie się zwiększał, zarówno w zakresie wydatków infrastrukturalnych, jak i zbrojeniowych.
- Indeksy koniunktury PMI wskazują na perspektywę stopniowego wzmocnienia gospodarki. Zakładamy wzrost dynamiki PKB do ok. 1,0% z 0,3% (SA) w 2025 r.
- Dane dot. zamówień w przemyśle, silnie wspierane zamówieniami krajowymi mogą zapowiadać poprawę koniunktury w wyraźnie osłabionym przemyśle. Bardzo stopniowo rosną także (od II poł. 2025 r.) zamówienia w budownictwie.
- Silniejszą poprawę hamować będzie natomiast trudna sytuacja eksporterów (w tym w motoryzacji) z powodu wyższych cł USA i wzrostu konkurencji chińskiego przemysłu. Trudno obecnie ocenić, jak silnie i szybko na tę sytuację wpłynie zmiana polityki handlowej UE wobec Chin. Trudno także o ocenę perspektyw wzrostu eksportu do Ameryki Południowej, przy komplikującym się procesie ratyfikacji umowy handlowej UE-Mercosur.

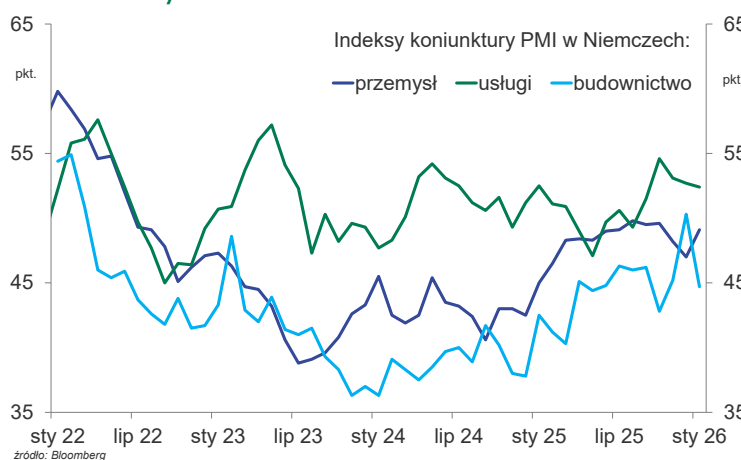
Pod koniec 2025 r. pozytywne sygnały z niemieckiego przemysłu...



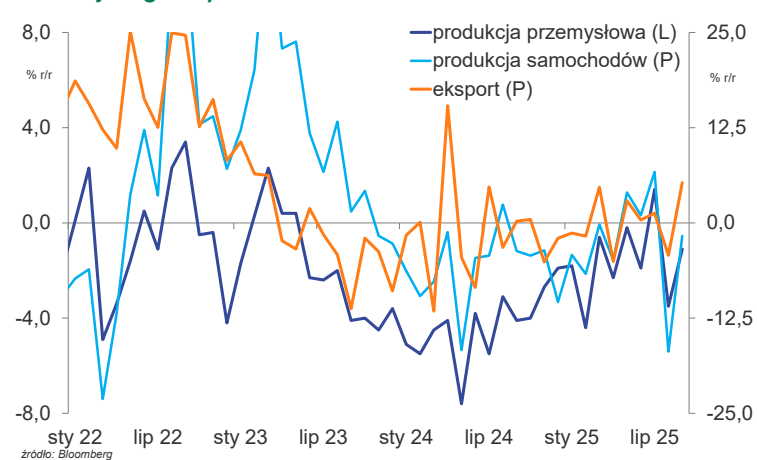
...bardzo stopniowy wzrost zamówień w budownictwie, w tym w infrastrukturze



Indeksy koniunktury PMI wskazują na szansę stopniowego wzrostu aktywności...



...trudna sytuacja eksporterów ograniczeniem dla silniejszego ożywienia

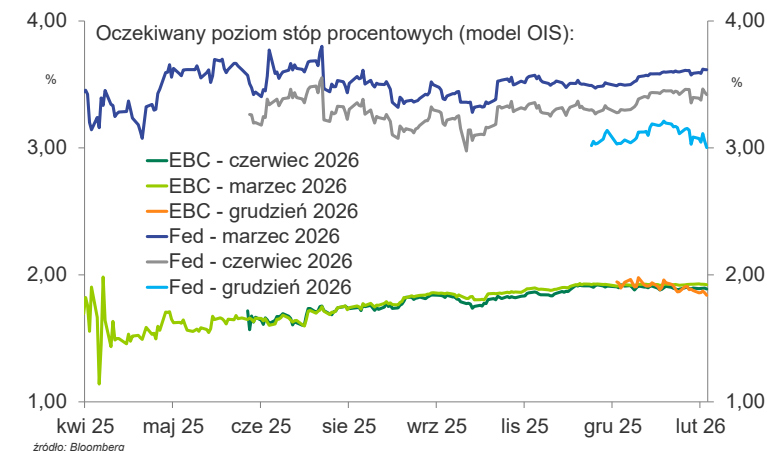




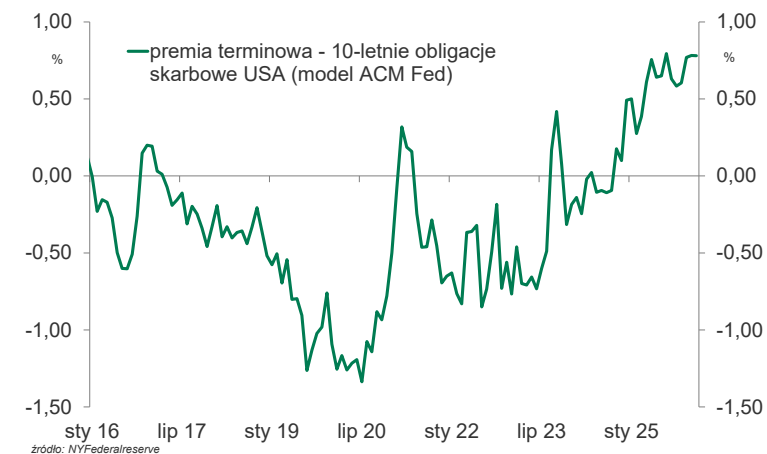
Oczekujemy utrzymania niższych rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych...

- Zaostrenie przekazu FOMC po grudniowej obniżce stóp oraz uspokajające dane z amerykańskiego rynku pracy z początkiem tego roku ograniczyły oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych Fed w krótkim okresie, przy utrzymaniu oczekiwań cięcia stóp Fed w skali ok. 50 pkt. baz. w trakcie 2026 r.
- W przypadku EBC od jesieni oczekiwania rynkowe zmieniają się w niewielkim stopniu przy dominujących prognozach stabilizacji stóp w 2026 r.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia utrzymania słabszej koniunktury na rynku pracy, ograniczenia wzrostu konsumpcji i dalszego stopniowego spadku inflacji i tym samym lekkiego złagodzenia polityki pieniężnej FOMC widzimy potencjał do dalszego, lekkiego spadku rentowności obligacji skarbowych, w tym na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Jednocześnie skala tego spadku będzie już ograniczona biorąc pod uwagę silniejszy spadek rentowności w połowie lutego.
- Normalizacja procesów inflacyjnych oraz zakładane stabilizowanie się sytuacji w Fed (nominacja i założenie objęcia stanowiska prezesa Fed przez Kevina Warsha pozytywnie ocenianego przez rynki), powinno sprzyjać stopniowemu wygaszaniu ryzyka zbyt luźnej polityki pieniężnej Fed.
- Z drugiej strony czynnikiem wciąż ograniczającym spadek rentowności, szczególnie na dłuższym końcu krzywej będzie przede wszystkim relatywnie luźna polityka fiskalna i wysokie potrzeby pożyczkowe, ale także wydłużająca się niepewność dot. długookresowych celów polityki gospodarczej USA oraz potencjalnych zmian strukturalnych w gospodarce globalnej i na globalnym rynku finansowym.
- Przy zakładanej w bazowym scenariuszu stabilizacji stóp EBC i wyraźnym wzroście podaży obligacji skarbowych na rynku europejskim zakładamy mniejszą skalę obniżenia rentowności niemieckich obligacji – spadek głównie jako efekt niższych rentowności obligacji w USA (benchmarkowych stóp rynkowych).

Stopniowe luzowanie polityki pieniężnej Fed pozytywne dla obligacji na rynkach bazowych...



...sytuacja fiskalna i zmiany strukturalne będą jednak ograniczać spadek rentowności

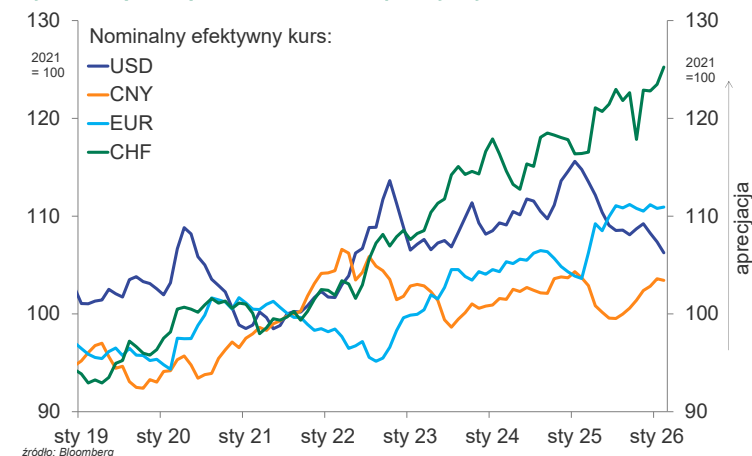




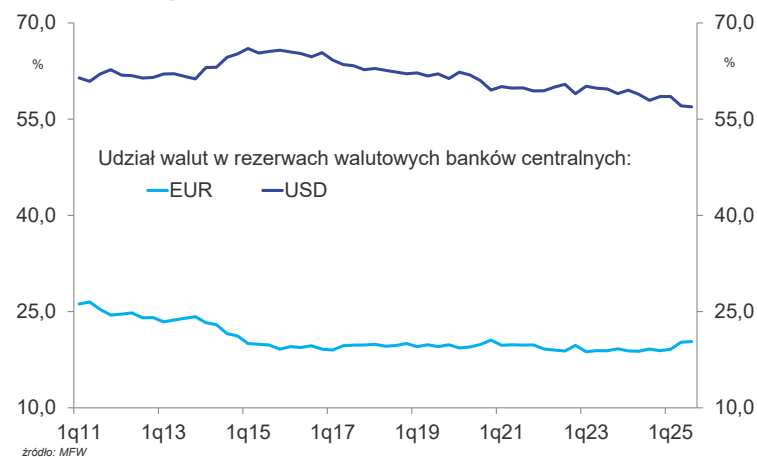
...oraz lekkiego ograniczenia presji na osłabienie dolara

- Na przełomie 2025 i 2026 roku presja na osłabienie dolara powróciła po serii wypowiedzi prezydenta Trumpa dot. możliwości aneksji Grenlandii przez USA oraz eskalacji napięcia na linii prezes Fed – administracja prezydencka, po tym jak Departament Sprawiedliwości USA wszczął śledztwo federalne ws. remontu siedziby Fed i wysłał wezwanie do J. Powella do złożenia zeznań J. Powell. Prezes Fed ocenił to działanie w oświadczeniu jako próbę wpływania na niezależność Fed.
- Odreagowanie nastrojów rynkowych w reakcji na deeskalację kwestii Grenlandii oraz wskazaniu przez prezydenta Trumpa kandydatury Kevina Warsha na prezesa Fed (ocenianego pozytywnie przez rynki) dotychczas w ograniczonym stopniu poprawiło nastawienie rynkowe do amerykańskiej waluty.
- W okresie deprecjacji dolara na przełomie 2025 i 2026 r. już w ograniczonym stopniu na wartości zyskiwało euro, a silniej rosły notowania franka szwajcarskiego oraz walut rynków wschodzących, korzystających z lepszej oceny perspektyw gospodarki globalnej (i ryzyka dot. sytuacji w globalnym handlu) i ograniczonego ryzyka wzrostu stóp procentowych w USA.
- W zakresie czynników fundamentalnych widzimy potencjał do wzmocnienia dolara w warunkach wciąż solidnego (szczególnie na tle gospodarek rozwiniętych) wzrostu gospodarczego, obniżenia obaw przed zbyt luźną polityką pieniężną Fed (oczekiwane luzowania polityki pieniężnej w warunkach normalizujących się tendencji inflacyjnych), wciąż bezpiecznej pozycji dolara jako waluty rezerwowej.
- Z drugiej strony wydłużający się okres niestabilności w polityce USA (w tym w kontekście Fed), wzrost znaczenia złota jak bezpiecznego aktywa, preferencje administracji prezydenckiej dla słabszego kursu dolara odsuwają w czasie i osłabiają potencjał aprecjacyjny dolara.
- W trakcie oczekujemy obniżenia kursu euro wobec dolara w kierunku 1,15 USD/EUR, przy utrzymującym się ryzyku wysokiej zmienności notowań.

Na początku br. ponowne osłabienie kursu dolara po jesiennym wyhamowaniu deprecjacji



W 2025 r. pozycja dolara jako waluty rezerwowej nie zmieniła się istotnie

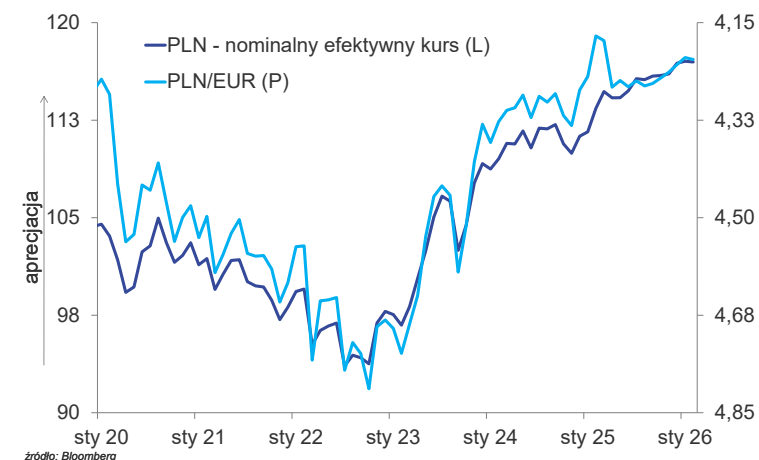




Perspektywa stabilnego kursu złotego w relacji do euro

- Na przełomie 2025 i 2026 r. kurs złotego pozostawał mocny, utrzymując dużą odporność w okresach pogorszenia globalnych nastrojów. Kurs złotego wobec euro wahał się w bardzo wąskim przedziale 4,20 – 4,25 PLN/EUR, znacznie większe zmiany notował wobec dolara (wzmocnienie) oraz franka szwajcarskiego (osłabienie) w wyniku zmian relacji głównych walut rezerwowych na globalnym rynku walutowym.
- Złoty pozostał z początkiem tego roku mocny przy utrzymujących się bardzo korzystnych nastrojach wokół rynków wschodzących i solidnym napływie prywatnego kapitału na te rynki.
- Polska waluta pozostała odporay na zmiany krajowych stóp procentowych. Ewentualne reakcje złotego na decyzje / przekaz RPP były minimalne i krótkookresowe, z tego względu sądzimy, że kontynuacja luzowania polityki pieniężnej NBP w 2026 r. nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy stabilizowania się kursu złotego w okolicach 4,25 PLN/EUR, przy jego lekkim osłabieniu wobec dolara, przy założeniu lekkiego wzmocnienia amerykańskiej waluty.
- Pozytywnie na kurs złotego powinny wpływać generalne niezłe nastroje globalne oraz korzystna sytuacja gospodarki krajowej (wzrost gospodarczy, wynik na rachunku obrotów bieżących, poziom i struktura rezerw walutowych). Z drugiej strony biorąc pod uwagę generalny wzrost optymizmu globalnego w trakcie 2025 r. oraz nasze ostrożne założenia dot. dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej zakładamy, że utrzymanie trendu aprecjacyjnego (notowanego od 2023 r.) będzie już coraz trudniejsze.

Na przełomie roku utrzymanie mocnego kursu złotego...



...przy bardzo silnym napływie kapitału zagranicznego na rynki wschodzące

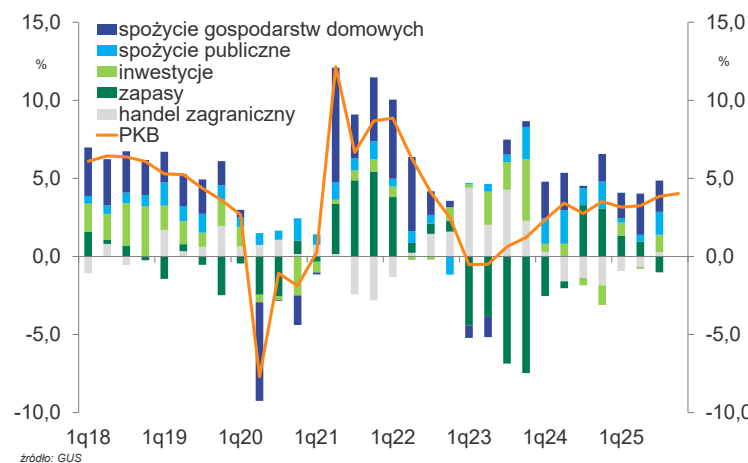




Koniec 2025 r. pod znakiem 4-proc. wzrostu PKB...

- W IV kw. PKB Polski wg szacunku *flash* wzrósł o 4,0% r/r wobec 3,8% r/r w III kw. Kwartalny wzrost lekko przyspieszył do 1%, wobec 0,9% w II i III kw.
- Pod koniec 2025 r. stabilizowała się dynamika sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, mocniej odbił z kolei wzrost aktywności w budownictwie.
- W IV kw. szacowana dynamika inwestycji lekko obniżyła się (pomimo mocnych inwestycji budowlanych), a dynamika konsumpcji nieznacznie przyspieszyła.
- W całym 2025 r. wzrosły nakłady brutto na środki trwałe o 4,2% wobec spadku o 0,9% w 2024 r. Przyspieszyło też tempo wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych do 3,7% r/r wobec 2,9% w 2024 r.
- W II poł. 2025 r. dynamikę PKB przestały już wspierać zapasy, przy stabilizujących się ocenach firm dot. pożądanego ich poziomu.

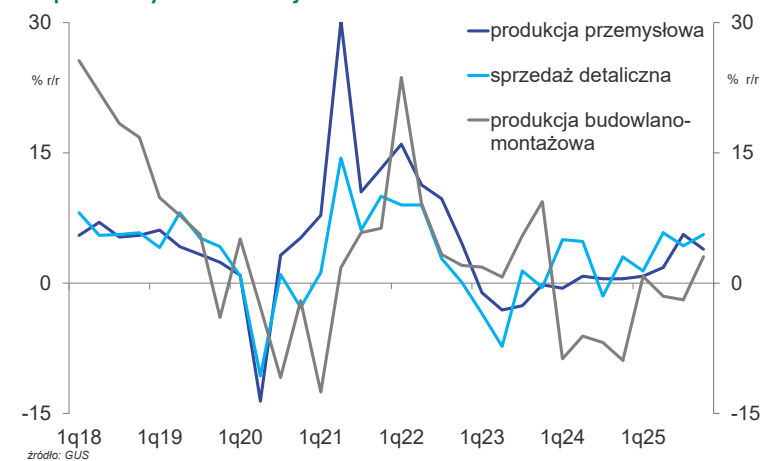
Pod koniec ub.r. silniejsze przyspieszenie dynamiki PKB...



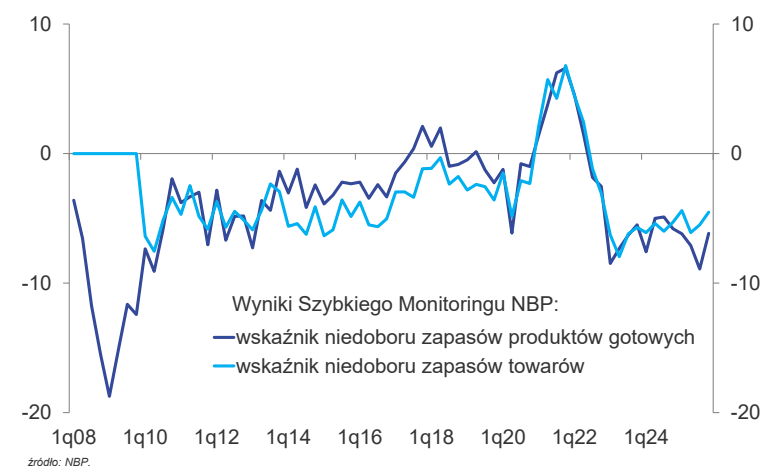
W IV kw. stabilny wzrost inwestycji i konsumpcji



...przy odbiciu budownictwa i mocnym przemyśle i sprzedaży detalicznej...



Poprawa ocen firm poziomu zapasów w II poł. roku

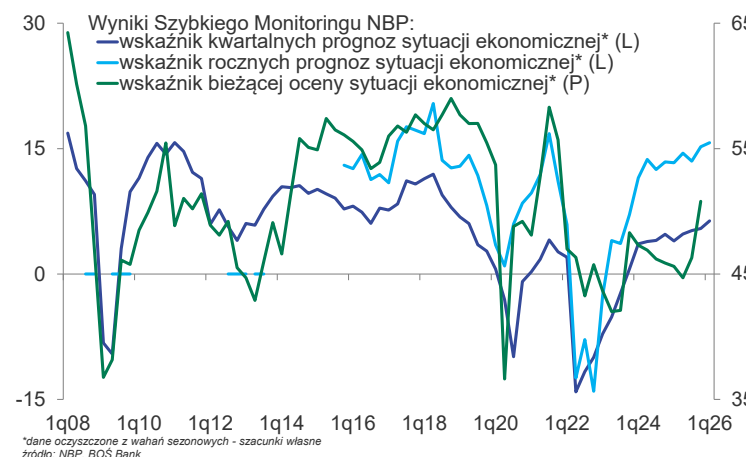




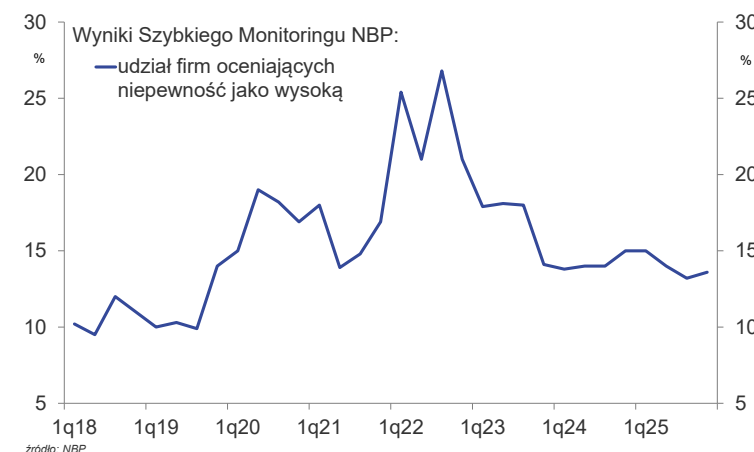
...a indeksy koniunktury wskazują na kontynuację mocniejszej aktywności

- Pod koniec 2025 r. silniej poprawiły się oceny bieżącej sytuacji firm. Z drugiej strony, wskaźniki prognostyczne zarówno dot. ogólnej sytuacji jak i samego popytu przedsiębiorstw kontynuowały jedynie stopniową poprawę.
- Wydaje się zatem, że systematyczna poprawa nastrojów przedsiębiorstw w ostatnich kwartałach w sporym stopniu wynikała z bieżącej normalizacji w zakresie kosztów (ceny surowców, koszty pracy) niż z powodu przyspieszenia popytu.
- Niewielka poprawa prognoz popytu oraz bardzo stopniowy wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych nie zapowiadają dynamicznego przyspieszenia wzrostu, raczej utrzymanie mocniejszego tempa wzrostu aktywności.
- Pomimo okresowego wzrostu niepewności w globalnym handlu, w ub.r. w niewielkim stopniu zmieniał się wskaźnik oceny niepewności krajowych firm. Z drugiej strony w dalszym ciągu ten indeks utrzymywał się powyżej poziomu sprzed pandemii, co także ogranicza oczekiwania dot. dynamicznego ożywienia popytu na pracę czy inwestycji.

Pod koniec ub.r. silniejsza poprawa nastrojów firm...



...przy wciąż ograniczonej niepewności...



...ale przy ostrożnych prognozach dot. popytu...



...i raczej umiarkowanym wykorzystaniu mocy produkcyjnych





W 2026 r. oczekujemy dalszego stopniowego ożywienia eksportu...

- W III kw. 2025 r. sprzedaż zagraniczna firm wyraźnie przyspieszyła, dane dot. struktury produkcji przemysłowej wskazują że mocniejszy eksport był także kontynuowany w IV kw.
- II poł. 2025 r. przyniosła zatem długo oczekiwaną poprawę aktywności w przemyśle, w części z tytułu sprzedaży zagranicznej przy istotnym wsparciu popytu z budownictwa.
- W 2026 r. oczekujemy dalszego, stopniowego wzrostu eksportu i dalszej poprawy w przemyśle. Silniejszej sprzedaży zagranicznej powinno sprzyjać zakładane przyspieszenie wzrostu PKB w Niemczech.
- Z drugiej strony wciąż podwyższona niepewność dot. skutków zawirowań w globalnym handlu, rosnąca konkurencja chińskiego przemysłu na świecie, istotny wpływ sektora budowlanego (mniej importochłonnego) na ożywienie w Niemczech studzi nieco ten optymizm.
- Według kwartalnego raportu NBP „Szybki Monitoring” prognozy eksporterów pozostają ostrożne, także firm najsilniej zależnych od koniunktury w Niemczech.

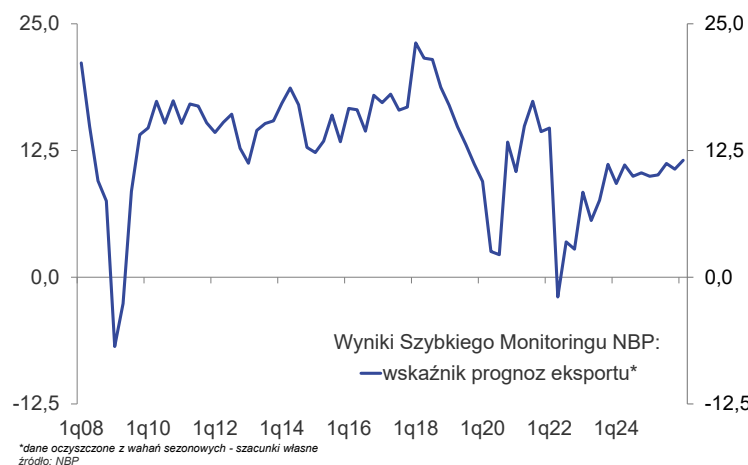
W III kw. silniejsze przyspieszenie sprzedaży eksportowej...



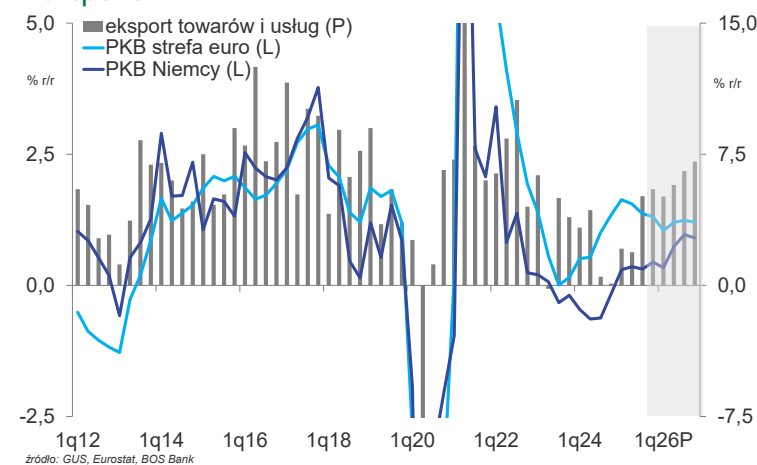
...także w IV kw. mocniejsza aktywność w firmach przemysłowych o wysokim udziale przychodów z eksportu



Prognozy eksporterów pozostają jednak ostrożne...



...co studzi także prognozy dot. skali dalszego ożywienia eksportu

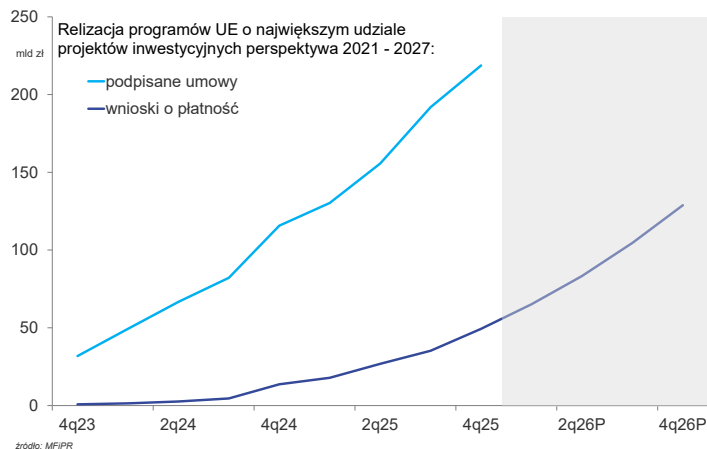




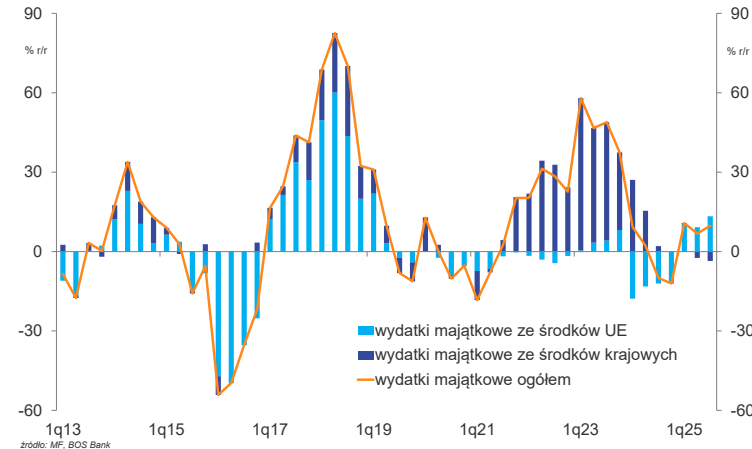
...dynamicznego wzrostu projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE...

- W 2025 r. dynamika inwestycji wzrosła względem 2024 r. co było wynikiem wzrostu skali wydatkowania środków UE. W ub.r. skala tych projektów była jeszcze ograniczona.
- Choć w 2024 r. tempo podpisywania umów na projekty współfinansowane ze środków UE dynamicznie rośnie, to okres realizacji projektów od podpisania umowy jest relatywnie długi (4-10 kwartałów). Sądzymy, że silniejszy wzrost inwestycji z tytułu realizacji tych projektów nastąpi w 2026 r. Na ten rok przypadnie też kumulacja wydatkowania środków w ramach KPO, gdyż ostateczny termin wydatkowania środków to koniec grudnia br.
- Dane dot. realizacji programów UE oraz nt. wydatków majątkowych JST wskazują, że jedynie w samorządach od początku 2025 r. widoczny był mocniejszy wzrost inwestycji finansowanych środkami z UE, przy dużo niższej ich skali w przypadku sektora centralnego i przedsiębiorstw.
- Dane dot. wartości kosztorysowej nowych inwestycji wskazują na perspektywę istotnego przyspieszenia wydatków inwestycyjnych firm publicznych (głównych beneficjentów środków UE wśród firm) w 2026 r.

Szybko rośnie wartość podpisywanych umów na inwestycje, ale ich realizacja następuje z opóźnieniem



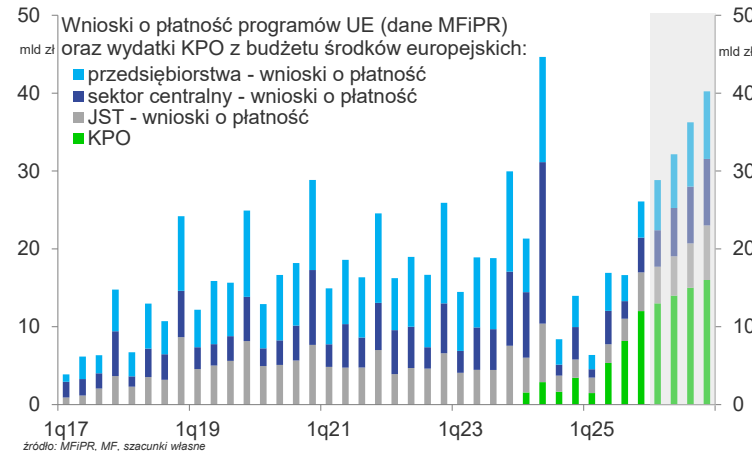
Najwcześniej ruszyły inwestycje samorządów lokalnych finansowanych ze środków unijnych...



...dopiero w III kw. dynamicznie wzrosła wartość rozpoczynanych inwestycji firm



Oczekiwana w 2026 r. kumulacja wydatków inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE

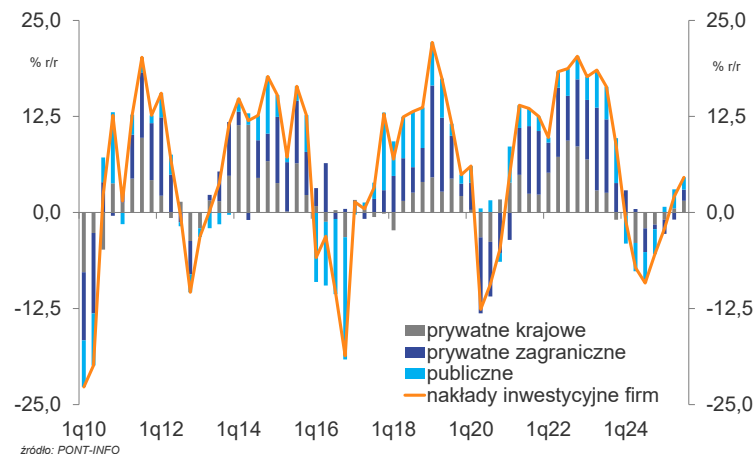




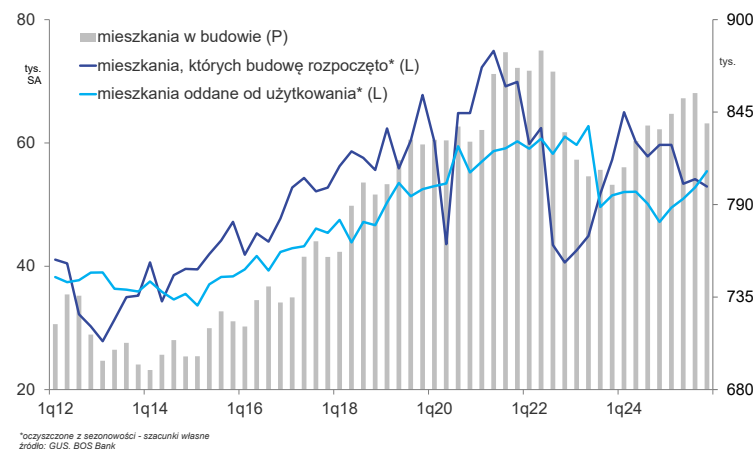
...podbijających dynamikę nakładów brutto na środki trwałe

- Oczekujemy, że dynamika nakładów brutto na środki trwałe wzrośnie o 9,0% w 2026 r. Choć skala potencjalnych projektów współfinansowanych ze środków unijnych mogłaby wskazywać na szybsze tempo wzrostu, to cykliczne nastroje inwestycyjne będą hamować tempo tego przyspieszenia.
- Poza wątkiem wykorzystania środków UE, cykliczne nastroje inwestycyjne w firmach pozostają ostrożne. Słabsze ożywienie inwestycyjne w firmach prywatnych (dużo rzadziej korzystających z finansowania unijnego) oraz przeciętny poziom wykorzystania mocy produkcyjnych nie zapowiadają dynamicznego cyklicznego ożywienia inwestycji.
- Systematyczny spadek od 2024 r. liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto będzie w kolejnych kwartałach wpływał na ograniczenie liczby mieszkań w budowie oraz lekko słabszy wzrost inwestycji mieszkaniowych.
- Wartość inwestycji wciąż będą podwyższać wydatki zbrojeniowe, które już jednak w mniejszym stopniu będą podbijać samą dynamikę wzrostu, biorąc pod uwagę ich silne ożywienie trwa już od 2023 r.

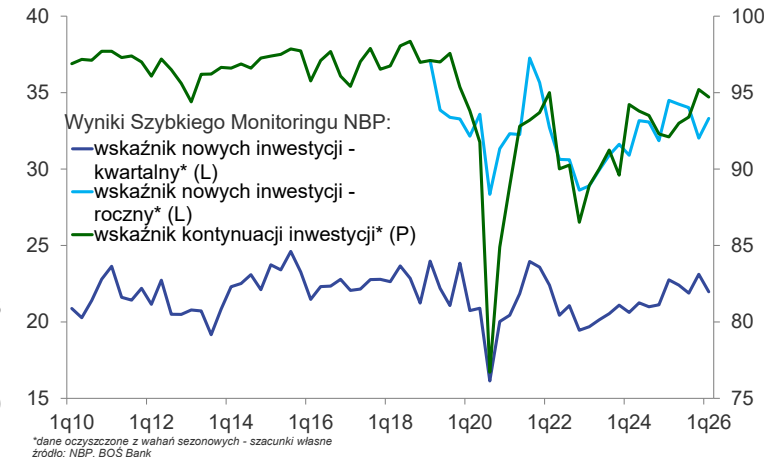
W 2025 r. bardzo niewielki wzrost nakładów inwestycyjnych w firmach prywatnych...



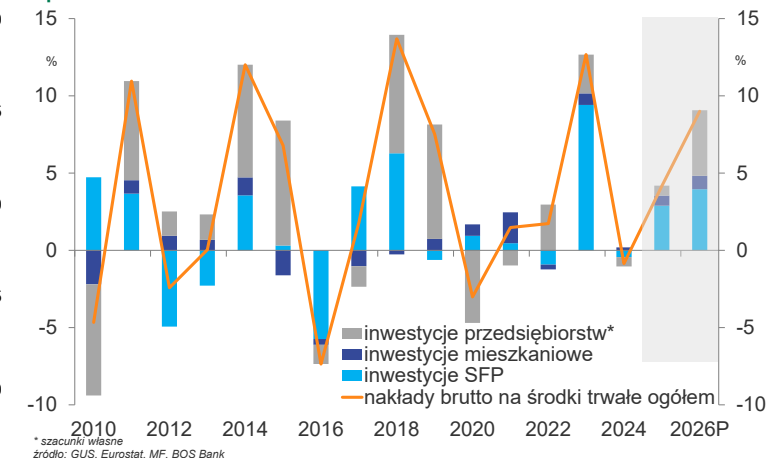
Obniżająca się liczba nowych inwestycji mieszkaniowych



...przy umiarkowanych cyklicznych nastrojach inwestycyjnych



W 2026 r. wyższe inwestycje SFP oraz największych przedsiębiorstw

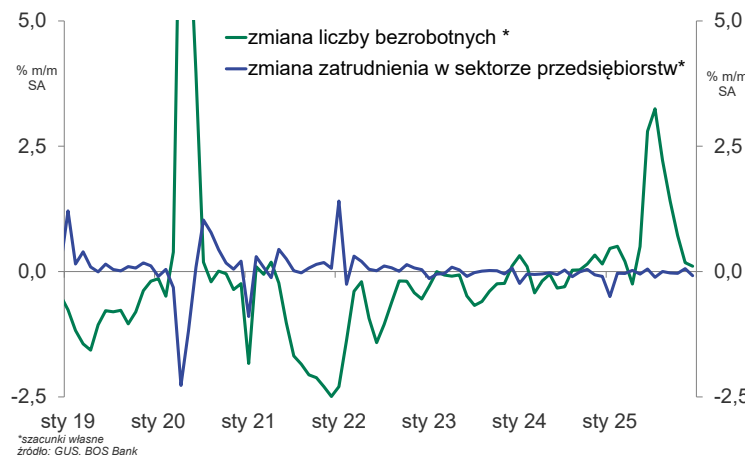




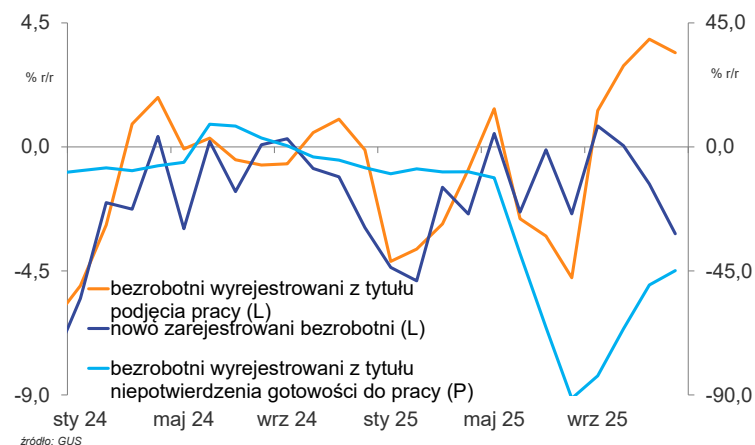
Stabilna sytuacja na rynku pracy, wzrost bezrobocia skutkiem zmiany regulacji...

- W IV kw. ub.r. przyrost liczby bezrobotnych wyraźnie osłabł, po okresowym wzroście w połowie roku. Dane dot. przepływów na rynku pracy potwierdzają, że wzrost bezrobocia wynikał wyłącznie z efektów regulacyjnych (silny spadek wyrejestrowanych z tytułu niepotwierdzenia gotowości do pracy). Relacja przepływów do bezrobocia oraz powrotu na rynek pracy była z kolei korzystna.
- Bieżące zatrudnienie, wskaźnik prognoz zatrudnienia, liczba wakatów, skala wykorzystania mocy wytwórczych potwierdzają, że popyt na pracę pozostaje stabilny, nie sygnalizując ani wyraźnego przyspieszenia ani pogorszenia tej koniunktury.
- Prognozujemy, że lekkie przyspieszenie aktywności gospodarki i niższa baza odniesienia pozwolą na poprawę wyników w trakcie 2026 r., niemniej zatrudnienie wzrośnie jedynie minimalnie a stopa bezrobocia ustabilizuje się.
- W I kw. br. udział firm prognozujących wzrost płac przestał obniżać się, w dalszym ciągu obniżała się natomiast średnia skala oczekiwanej podwyżki.

Pod koniec br. ograniczenie wzrostu liczby bezrobotnych...



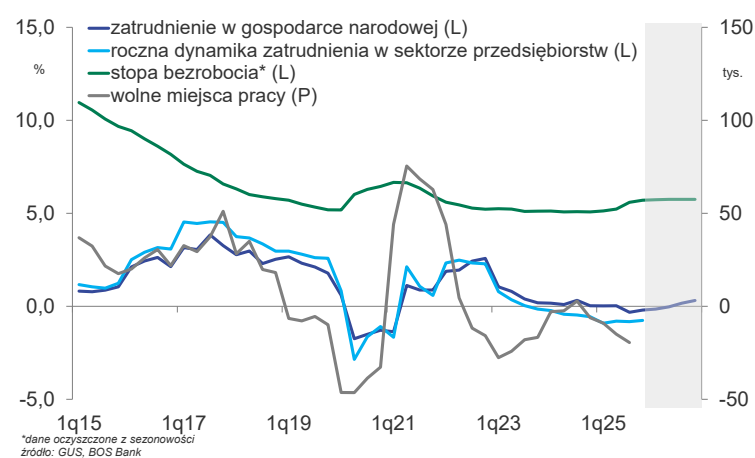
...przepływy bezrobotnych potwierdzają, że jej wzrost wynikał wyłącznie z czynników regulacyjnych...



Przedsiębiorstwa nie sygnalizują wzrostu popytu na pracę...



...co ogranicza szanse na wyraźny wzrost zatrudnienia w 2026 r.





...będzie wspierać stabilny wzrost spożycia gospodarstw domowych

- Lekkie ograniczenie popytu na pracę i niższa dynamika wzrostu płacy minimalnej wyraźnie w 2025 r. obniżyły dynamikę wynagrodzeń. Ten spadek wciąż ograniczają zmiany demograficzne i niska podaż pracy. Przy dalszym obniżeniu dynamiki płacy minimalnej (do 3,9% r/r w 2026 r.) oczekujemy dalszego obniżenia dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej w 2026 r. Jednocześnie dotychczasowy spadek dynamiki kosztów pracy oraz wzrost odsetka firm planujących podwyżki płac przyczyni się do wolniejszego obniżenia dynamiki płac.

- W 2026 r. niższa będzie także dynamika wzrostu nominalnych świadczeń społecznych. Jednocześnie przy dalej spadającej inflacji, dynamika realna dochodów obniży się jedynie minimalnie. Powrót dynamiki dochodów realnych w okolice średniej wieloletniej pozwala oczekiwać stabilizacji dynamiki konsumpcji w okolicach 3,5% w br.

- Czynniki wspierającymi prognozę stabilnego wzrostu konsumpcji (poza niskim ryzykiem bezrobocia) są dobre wskaźniki nastrojów konsumentów oraz wzrost oszczędności gospodarstw domowych.

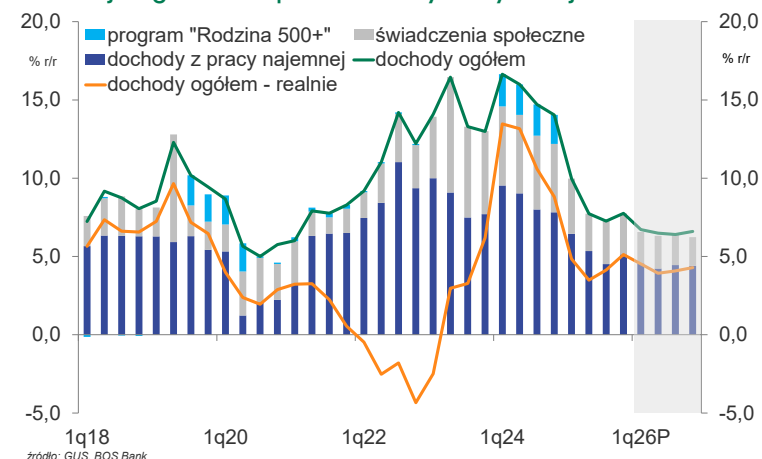
Umiarkowany popyt na pracę i niższy wzrost płacy minimalnej osłabiają dynamikę wynagrodzeń...



Stabilizujące się nastroje konsumentów wspierają prognozy umiarkowanego wzrostu konsumpcji...



...co obniża dynamikę nominalnych dochodów, ale niższa inflacja ogranicza spadek ich siły nabywczej



....tak jak dalszy wzrost oszczędności gospodarstw domowych

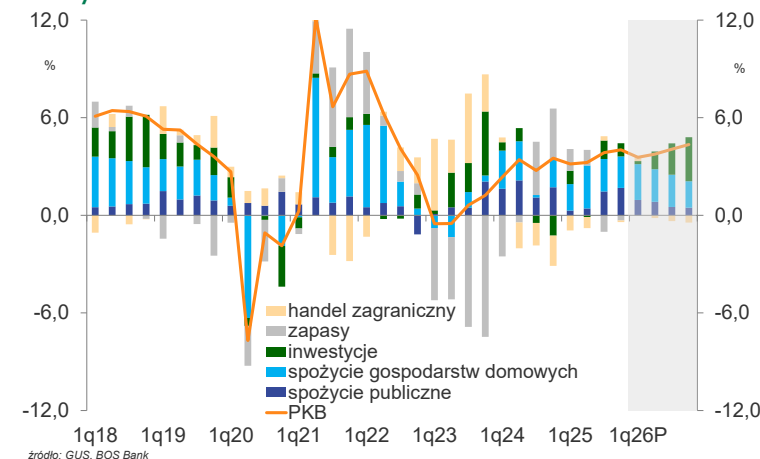




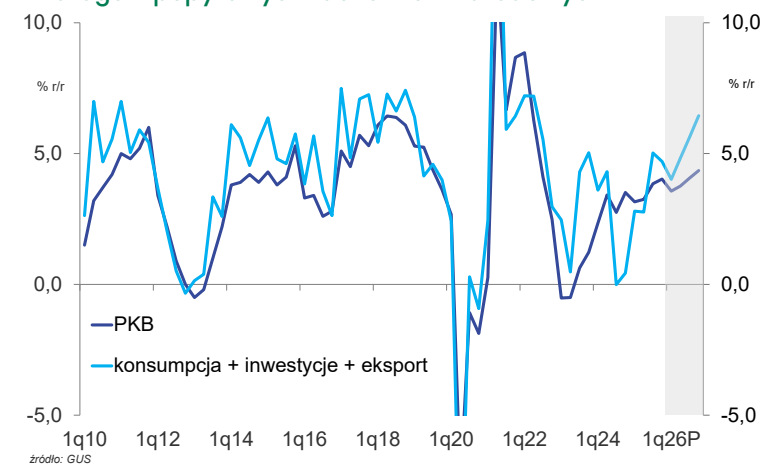
W 2026 r. oczekiwane przyspieszenie wzrostu PKB do 4,0% wobec 3,6% w 2025 r.

- Prognozujemy, że w 2026 r. wzrost PKB wyniesie 4,0% wobec 3,6% w 2025 r. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego będzie silniejszy wzrost inwestycji, przy obniżającej się kontrybucji spożycia gospodarstw domowych.
- W I kw. efekty korekty po kumulacji z końca ub.r., baz odniesienia oraz słabych warunków atmosferycznych mogły okresowo osłabić dynamikę PKB w kierunku 3,6% r/r. W kolejnych kwartałach powinna ona sukcesywnie wzrastać do blisko 4,5% r/r w IV kw.
- Prognozujemy, że w IV kw. kumulacja wydatków związana z koniecznością rozliczenia środków w ramach KPO (przy założeniu, że termin ten nie zostanie ponownie przesunięty) może okresowo bardzo silnie podbijać dynamikę inwestycji oraz PKB.
- W 2026 r. oczekujemy także dalszego obniżenia kontrybucji we wzrost spożycia publicznego (po jej wzroście w I. 2024 – 2025) przy zakładanej niższej skali podwyżek wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz wolniejszym wzroście wydatków bieżących (konsolidacja fiskalna). Ponadto oczekujemy neutralnej kontrybucji zapasów i lekkiego pogorszenia kontrybucji eksportu netto (silniejsze ożywienie importu względem eksportu).
- Tym samym, choć skala przyspieszenia wzrostu PKB w 2026 r., przy zbliżającej się kumulacji inwestycyjnej oraz odradzającym się eksporcie może wydawać się niewielka, to mierząc przyspieszenie popytu trzema najważniejszymi kategoriami (konsumpcja, inwestycje, eksport) to ożywienie aktywności w 2026 r. będzie silniejsze.
- Bilans ryzyka dla prognoz uważamy za zrównoważony zarówno w aspekcie czynników zewnętrznych (koniunktura w gospodarce globalnej) jak i krajowych (skala ożywienia inwestycji, tempo wzrostu wynagrodzeń i spożycia gospodarstw domowych).

Inwestycje głównym czynnikiem wspierającym wzrost aktywności w 2026 r.



Wyraźne przyspieszenie dynamiki najważniejszych kategorii popytowych rachunków narodowych

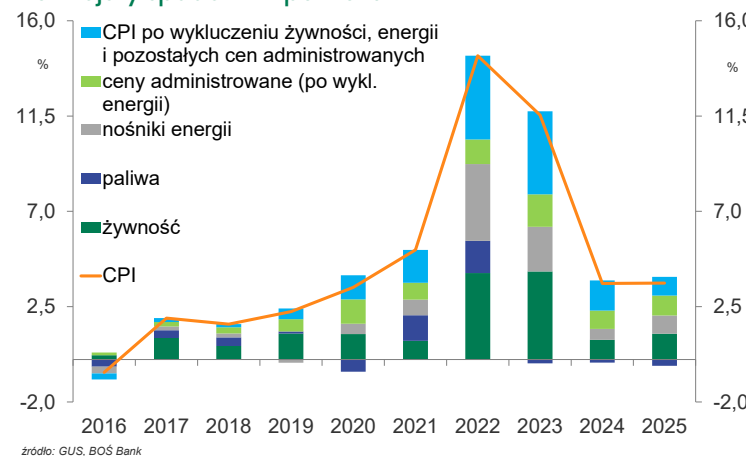




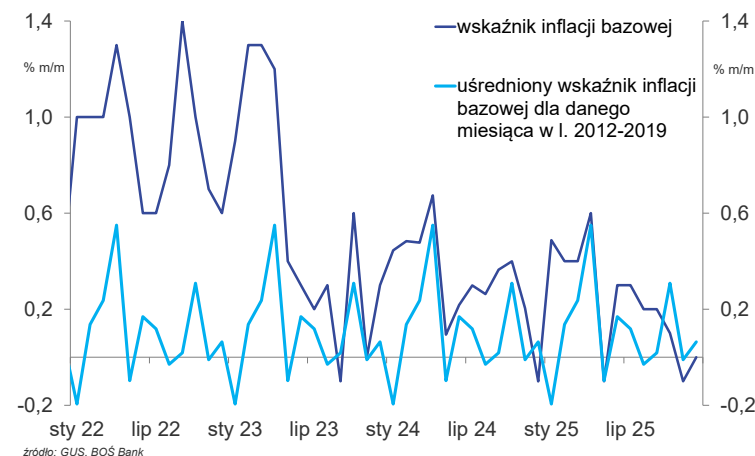
Na przełomie 2025 i 2026 r. spadek inflacji CPI poniżej 2,5%

- Średnioroczny wskaźnik CPI w 2025 r. utrzymał się na poziomie z 2024 r. 3,6%. W 2025 r. w lipcu inflacja obniżyła się skokowo z powodu efektów bazy (ceny energii), a pod koniec roku silniej obniżyła się w większości kategorii do 2,4% w grudniu.
- Kumulacja efektów: niższych cen ropy naftowej, wcześniejszych spadków cen surowców żywnościowych, dobrego urodzaju na rynku krajowym (owoce i warzywa), długotrwałej aprecjacji złotego (głównie wobec dolara), obniżających się kosztów firm (w tym wynagrodzeń) przełożyła się na mocniejsze obniżenie cen w większości kategorii pod koniec 2025 r.
- Według wstępnego szacunku inflacja CPI w styczniu br. obniżyła się dalej do 2,2% r/r wskazując generalnie na utrzymanie wcześniejszych trendów. Z drugiej strony dokładna skala spadku inflacji CPI oraz poszczególnych grup wskaźnika CPI będzie znana w połowie marca. Styczniowe wstępne dane nt. CPI uwzględniają zmianę klasyfikacji z ECOICOP na COICOP 2018, która weszła w życie z początkiem br. ale jeszcze nie uwzględniają corocznej zmiany wag w koszyku inflacyjnym.

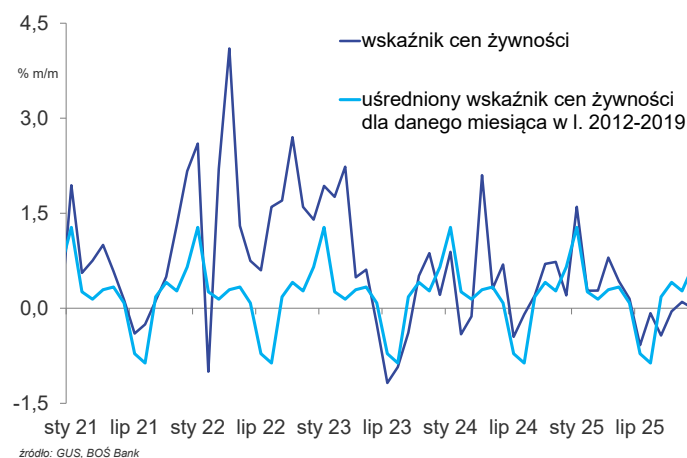
W 2025 r. stabilny średnioroczny wskaźnik inflacji CPI, ale silniejszy spadek w II poł. roku...



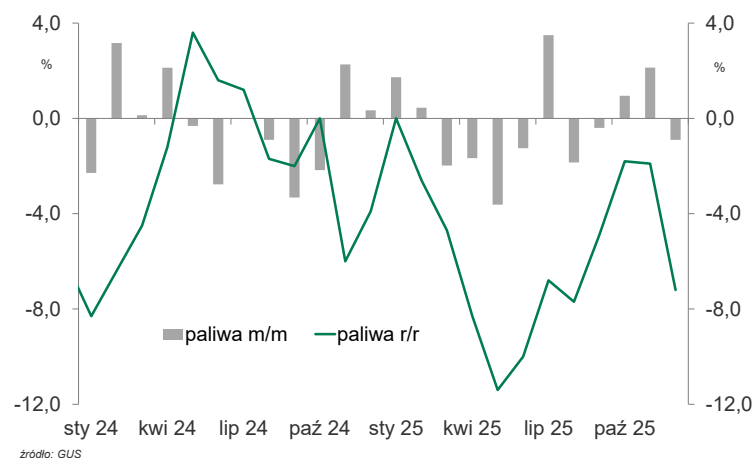
...przy nasileniu spadków wskaźnika inflacji bazowej...



...jeszcze silniejszego ograniczenia wzrostu cen żywności...



...przy ponownym spadku dynamiki cen paliw

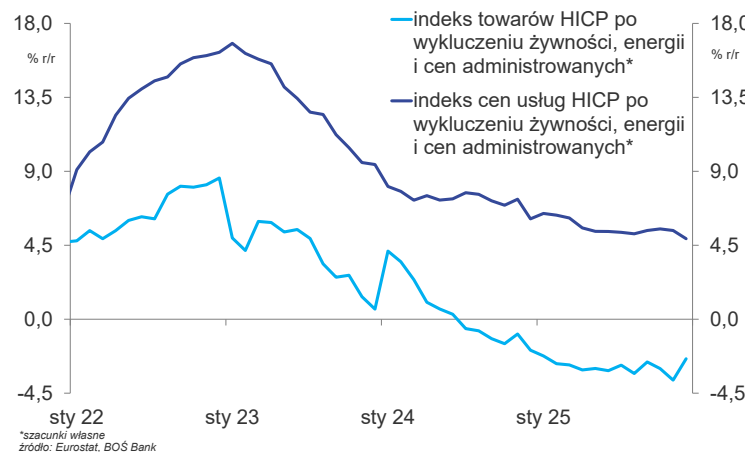




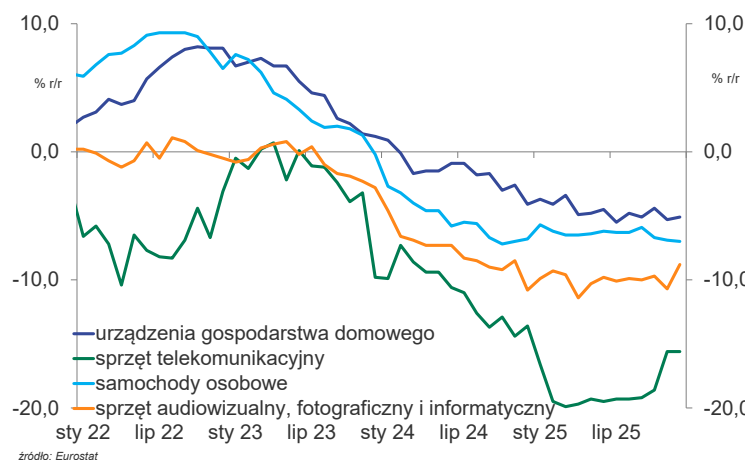
...i pogłębienie spadku inflacji bazowej...

- W 2025 r. inflacja bazowa kontynuowała spadek zapoczątkowany w II kw. 2023 r. i na koniec roku obniżyła się do 2,7% r/r. Wskaźnik CPI dodatkowo wykluczający ceny o istotnym wpływie decyzji administracyjnych obniżył się wg naszych szacunków do 1,4% na koniec 2025 r. z 3,5% na koniec 2024 r.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, istotnym powodem tego spadku była dalsza stopniowa dezinflacja cen usług, dzięki niższej dynamice kosztów pracy. W trakcie roku relatywnie silniej spadał wskaźnik cen usług rynkowych i transportowych (w tym przypadku dodatkowy efekt spadku cen paliw i wzrostu konkurencji w transporcie kolejowym).
- Jednocześnie w 2025 r. pogłębiła się deflacja cen towarów, na co z kolei wpłynął mocniejszy spadek cen surowców energetycznych, ale przede wszystkim dalsza wyraźna aprecjacja złota (szczególnie wobec dolara) i presja deflacyjna w globalnym handlu z powodu nadpodaży produkcji w Chinach.
- W grupie towarów bardzo silna deflacja koncentrowała się bowiem w grupach o istotnym udziale produktów importowanych.

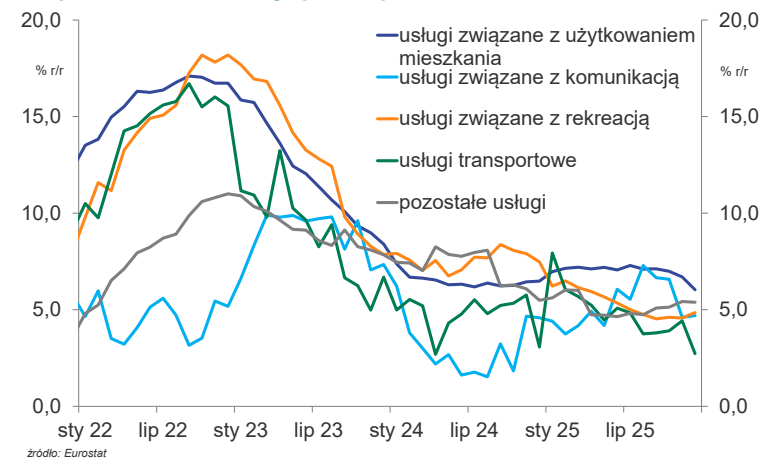
W 2025 r. kontynuacja powolnej dezinflacji cen usług oraz dalsze spadki indeksu cen towarów



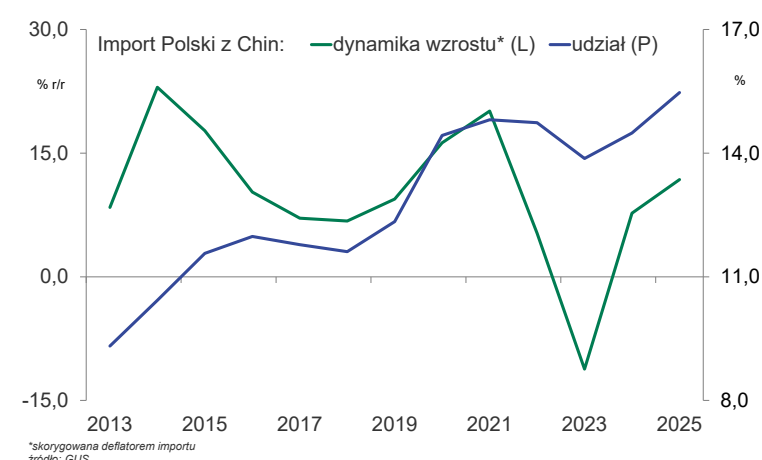
W 2025 r. silna deflacja towarów importowanych



Niższy wzrost kosztów pracy szczególnie silnie obniżył dynamikę cen usług rynkowych



W 2025 r. silny wzrost importu z Chin

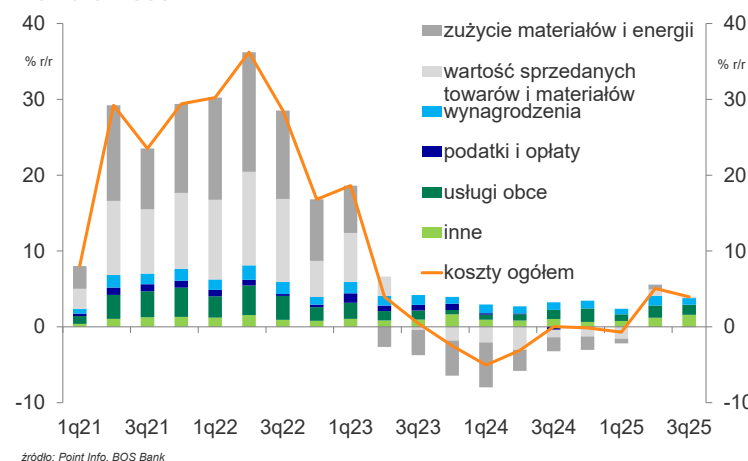




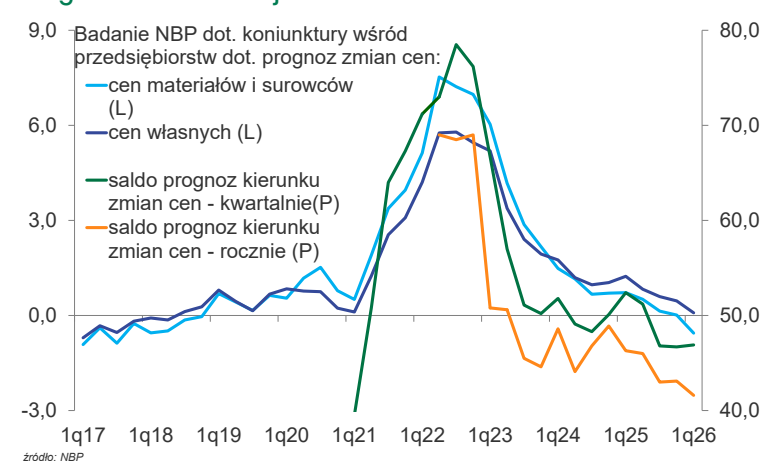
W 2026 r. jest jeszcze przestrzeń do lekkiego spadku inflacji bazowej

- Prognozy firm dot. zmian cen wskazują na potencjał dalszego obniżenia wskaźnika inflacji bazowej, z drugiej strony już ograniczone zmiany tych prognoz oraz lekki wzrost dynamiki kosztów przedsiębiorstw pod koniec ub.r. powinien ograniczać skalę tego spadku.
- Przy założeniu: – lekkiej deprecjacji złotego wobec dolara, ograniczenia dalszych spadków cen surowców energetycznych, – osłabienia presji na spadek cen towarów importowanych, – już wolniejszego spadku dynamiki kosztów pracy, oczekujemy w 2026 r. minimalnego spadku wskaźnika inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych.
- Nieco silniej w 2026 r. może obniżyć się z kolei wskaźnik usług administrowanych w przypadku których tendencje są lekko opóźnione względem procesów rynkowych. W 2026 r. nie są planowane istotne zmiany podatkowe wpływające na inflację bazową.
- W tych warunkach oczekujemy obniżenia średniorocznej inflacji bazowej do 2,5% z 3,3% w 2025 r.

W trakcie 2025 r. ograniczenie spadku kosztów działalności firm...



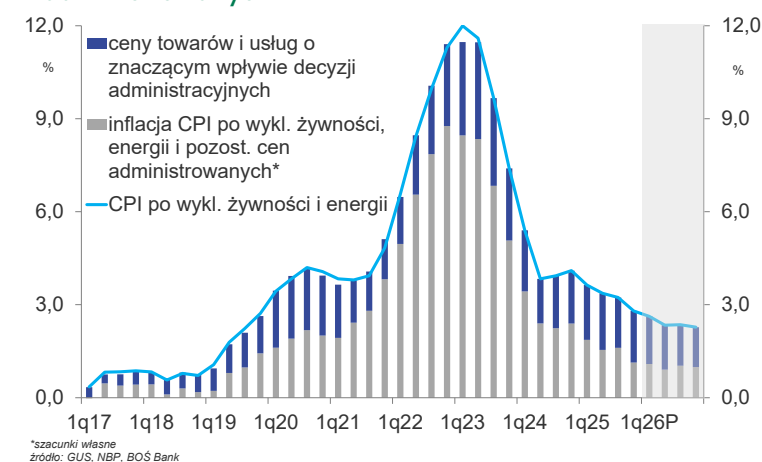
...choć prognozy firm pozostają pozytywne co do ograniczenia inflacji



W 2026 r. tendencje makroekonomiczne przemawiają za wolniejszym spadkiem inflacji bazowej...



...sprzyjać spadkom będzie wolniejszy wzrost cen administrowanych





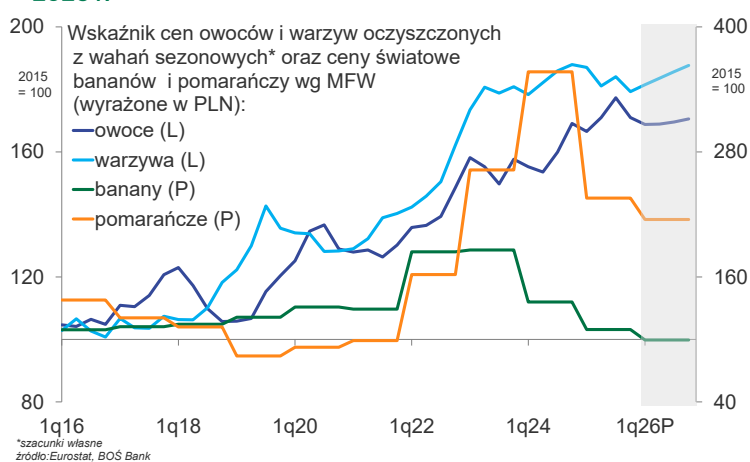
W 2026 r. oczekiwane obniżenie dynamiki cen żywności...

- Pod koniec ub.r. wskaźnik cen żywności silniej obniżył się przy głębszych spadkach cen surowców żywnościowych na świecie. Dodatkowo na niektórych rynkach UE nasiliła się nadpodaż (np. okresowy silny wzrost ceł Chin na import masła i ograniczenie eksportu). Silniej spadła także dynamika cen owoców i warzyw dzięki korzystnym zbiorom w okresie letnim i dalszym spadkom cen cytrusów i bananów na rynkach światowych.
- Biorąc pod uwagę efekty opóźnień, oczekujemy dalszego spadku dynamiki cen żywności przetworzonej i mięsa w 2026 r., czemu sprzyjać powinny także korzystniejsze tendencje kosztowe (ceny energii, płace).
- Pozytywny wpływ dobrych zbiorów i prognozy cen bananów i cytrusów (MFW) będą utrzymywać także niższe wskaźniki cen owoców i warzyw przynajmniej w I poł. br.
- Jednocześnie zakładając (zgodnie z dominującymi prognozami) ograniczenie dalszego spadku cen surowców i przeciętne zbiory na rynku krajowym, oczekujemy lekkiego wzrostu dynamiki cen pod koniec 2026 r. W 2026 r. oczekujemy spadku średniorocznej dynamiki cen żywności do 1,3% z 4,7% w 2025 r.

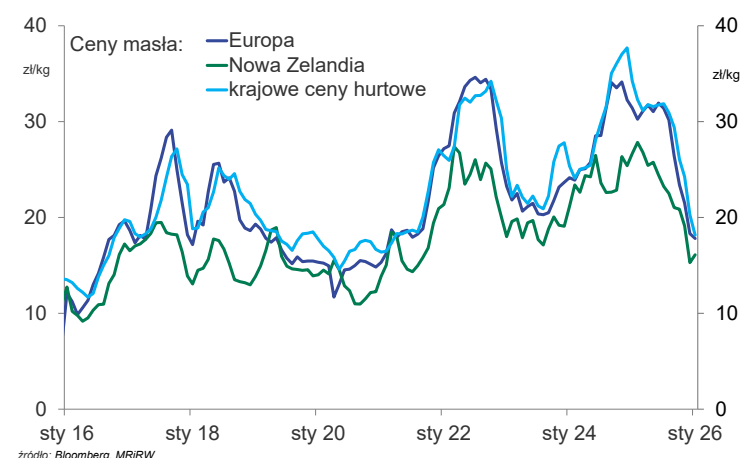
Na przełomie 2025 i 2026 r. pogłębienie spadków cen surowców żywnościowych...



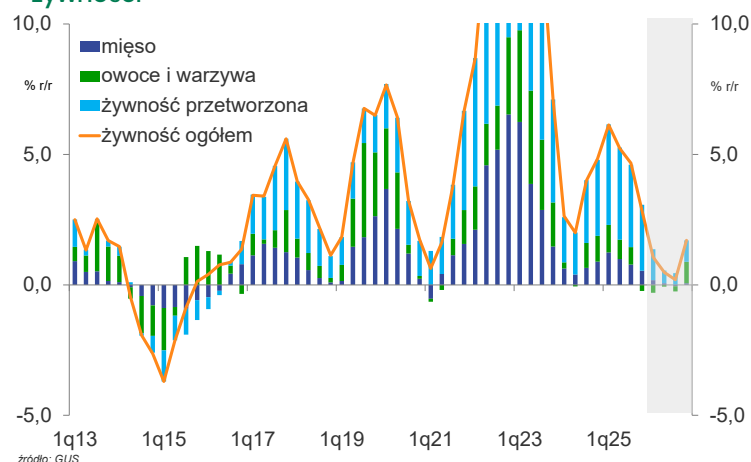
Wolniejszy wzrost cen owoców i warzyw utrzyma się w 2026 r.



...na niektórych rynkach żywności w UE silny wzrost podaży



W I poł. 2026 r. oczekiwany dalsze obniżenie dynamiki cen żywności

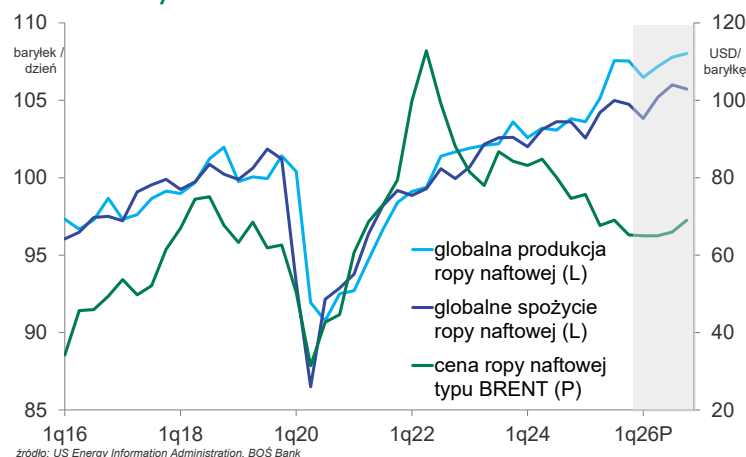




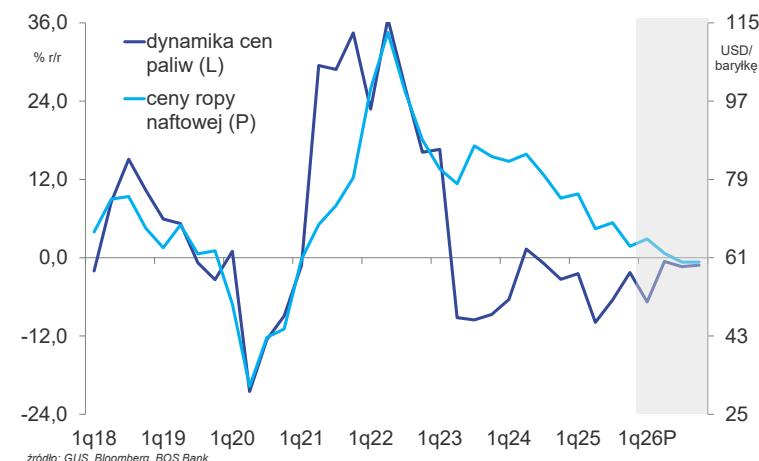
...oraz cen energii

- Prognozy amerykańskiej Agencji Informacji Energetycznej (EIA) wskazują na nasilenie przewagi podaży ropy naftowej nad popytem (pomimo mocniejszego wzrostu gospodarki globalnej), co skutkuje lekkim obniżeniem prognozy cen ropy naftowej. Przełoży się to na lekki spadek średniorocznych złotych cen ropy pomimo zakładanego osłabienia kursu złotego wobec dolara.
- Z tego względu oczekujemy w 2026 r. kontynuacji obniżenia cen paliw i ograniczenia skali tego spadku w II poł. roku (efekt baz).
- W 2026 r. oczekujemy także spadku dynamiki cen nośników energii w warunkach: – lekkiego wzrostu rachunku za energię elektryczną z początku br. i założeniu braku dalszych zmian w trakcie roku (w lipcu ub.r. podwyżka opłaty mocowej), – założeniu wyraźnej obniżki rachunków za gaz w lipcu (po obniżce w lutym) biorąc pod uwagę dotychczasowe obniżenie terminowych cen gazu na TGE, – ograniczonego wzrostu cen energii cieplnej na przełomie 2025 i 2026 r.
- Prognozujemy, że wzrost cen nośników energii wyniesie w 2026 r. niespełna 2% wobec 7,8% 2025 r.

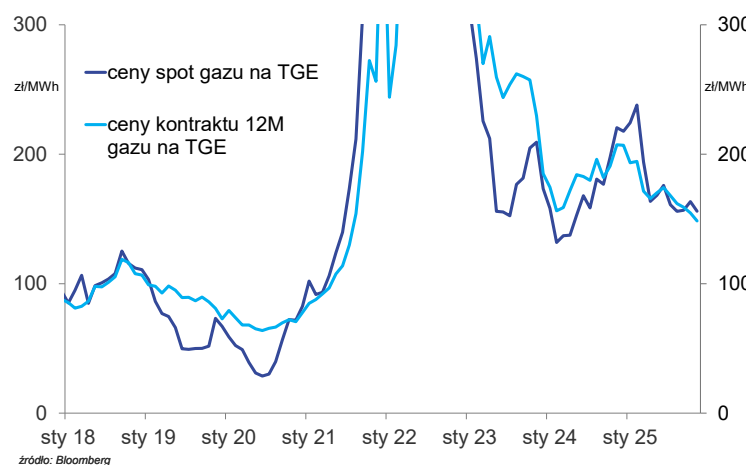
Korekty w górę prognoz podaży ropy naftowej utrzymują niższe ceny surowca...



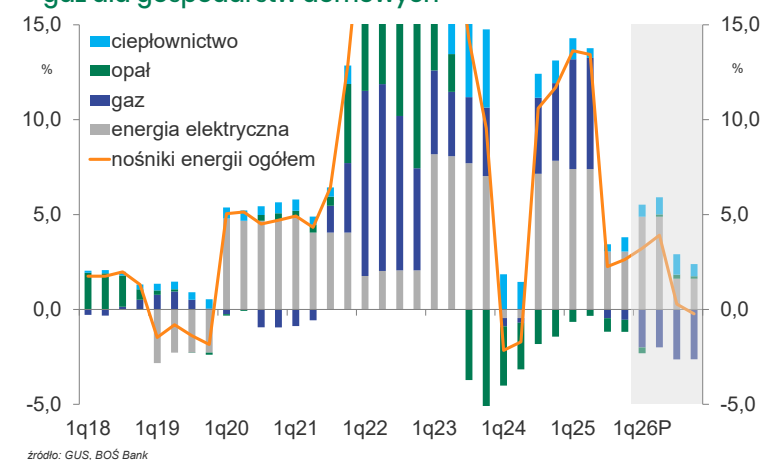
...oraz prognozy deflacji cen paliw



Niższe rynkowe ceny hurtowe gazu...



...powinny przełożyć się na dalsze obniżenie rachunków za gaz dla gospodarstw domowych

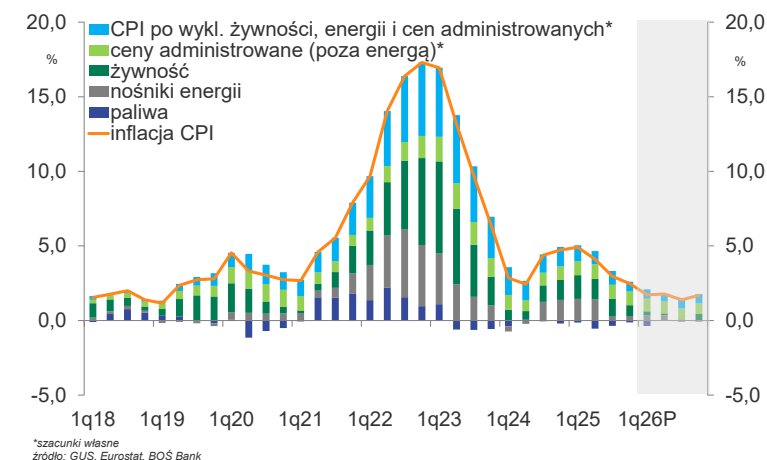




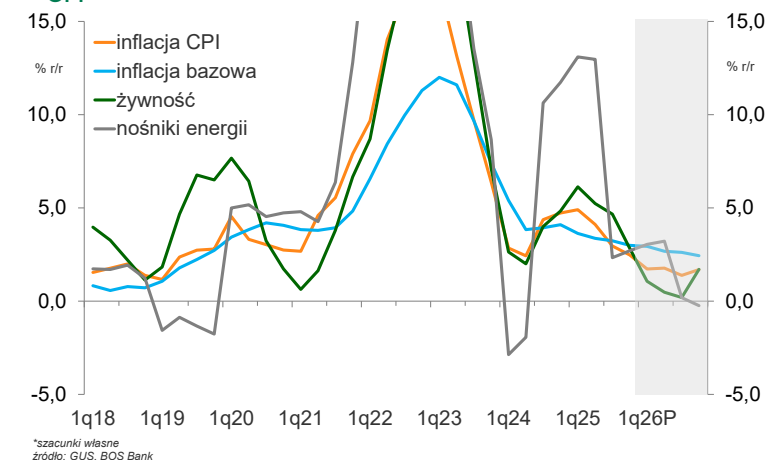
Przez większość 2026 r. CPI poniżej 2,0%...

- Oczekujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2026 r. wyniesie 1,9% wobec 3,6% r/r w 2025 r. W trakcie roku oczekujemy mniejszej zmienności wskaźnika CPI, kształtującego się przez większość 2026 r. blisko poziomu 2,0% r/r, w III kw. oczekujemy okresowego obniżenia CPI w kierunku 1,5% r/r.
- Do obniżenia inflacji przyczynią się prawie wszystkie główne kategorie, najsilniej żywność, w nieco mniejszym stopniu nośniki energii oraz inflacja bazowa. Ograniczenie skali spadku cen paliw minimalnie podwyższy (względem 2025 r.) wskaźnik CPI.
- Obszary ryzyka dla tej prognozy to:
 - czynniki metodologiczne – prognozę na 2026 r. przygotowaliśmy w oparciu o dostępne do 2025 r. dane w oparciu o dotychczasową klasyfikację ECOICOP i system wag z 2025 r., biorąc pod uwagę wstępny charakter i szcztkowe dane dot. struktury CPI w styczniu w ograniczonym stopniu uwzględniliśmy w tej prognozie wpływ zmiany metodologii (przejście na COICOP 2018), a coroczna zmiana wag będzie uwzględniona dopiero w połowie marca,
 - wysoka niepewność rozwoju sytuacji geopolitycznej i potencjalnych zmian cen surowców energetycznych oraz kursu złotego i kursu dolara (kumulacja ryzyka dla kursu PLN/USD),
 - niepewność dot. znaczenia i trwałości presji konkurencyjnej towarów importowanych z Chin,
 - ryzyko prognozy cen żywności z tytułu polityki handlowej (UE – Chiny) oraz zmian w ostatnich latach relacji cen surowców żywnościowych i cen żywności przetworzonej (okresy relatywnie wysokich cen detalicznych w I. 2022 – 2024 i silniejsze dostosowanie w trakcie 2025 r.),
 - standardowe czynniki niepewności – tempo spadku dynamiki płac, warunki atmosferyczne wiosną i latem, decyzje administracyjne, rozwój sytuacji gospodarczej
- Kumulacja czynników ryzyka wpływa wzrost ryzyka prognozy inflacji w 2026 r. przy zrównoważonym bilansie ryzyka dla bazowego scenariusza co do kierunku wpływu (ścieżka CPI wyższa / niższa).

W 2026 r. spadek inflacji poniżej 2,0%...



...przy niższych indeksach większości kategorii wskaźnika CPI

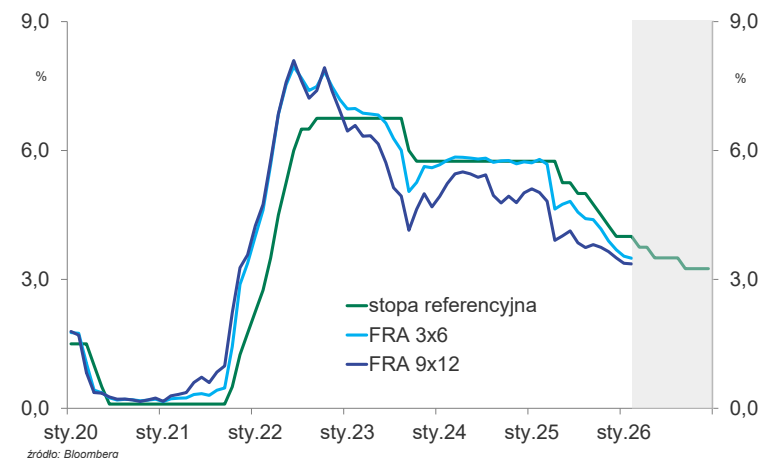




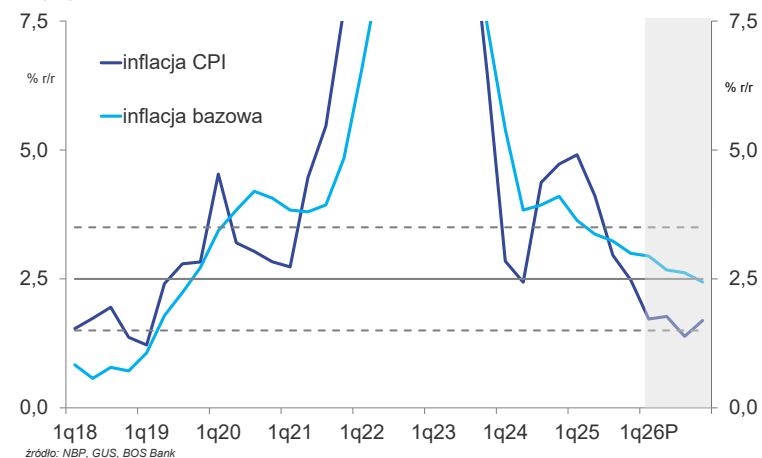
...pozwoli na kontynuację dostosowywania stóp procentowych NBP

- Szybszy spadek inflacji w 2025 r. w kierunku celu inflacyjnego NBP skłonił RPP do wyraźnego złagodzenia polityki pieniężnej i redukcji stóp NBP łącznie o 175 pkt. baz., w tym stopy referencyjnej NBP do poziomu 4,00% w okresie od maja do grudnia.
- W grudniu podczas konferencji prasowej prezes NBP wskazywał na prawdopodobny scenariusz wolniejszych dostosowań w polityce pieniężnej i w styczniu i lutym br. RPP utrzymała stabilne stopy procentowe. Jednocześnie podczas lutowej konferencji prasowej prezes Głapiński wskazał na opcję obniżki stóp procentowych w marcu. Podczas konferencji prezes NBP wskazał, że w jego ocenie docelowy poziom stopy referencyjnej NBP wynosi 3,50%.
- Biorąc pod uwagę spadek styczniowej inflacji CPI głębiej poniżej celu inflacyjnego oraz prognozowane przez nas dalsze obniżenie wskaźnika CPI, inflacji bazowej oraz dynamiki wynagrodzeń oczekujemy kontynuacji cyklu obniżek stóp w 2026 r. Jednocześnie jednak już wolniejsze tempo spadku inflacji skutkuje bardziej rozłożonymi w czasie cięciami stóp. Po marcowej obniżce (o 25 pkt. baz.) oczekujemy jeszcze dwóch cięć stóp (po 25 pkt. baz. w II i III kw.), docelowo do poziomu 3,25% dla stopy referencyjnej NBP.
- Pomimo sygnalizowania przez prezesa NBP docelowego poziomu stopy referencyjnej NBP w wysokości 3,50% oczekujemy, że w III kw. RPP zdecyduje się na jeszcze jedną redukcję stóp w warunkach oczekiwanego spadku inflacji CPI w III kw. w kierunku dolnej granicy przedziału odchyień inflacji od celu NBP. W naszym scenariuszu bazowym spadek inflacji CPI w okolicie 1,5% r/r będzie miał charakter okresowy i w kolejnych kwartałach inflacja CPI powróci do celu inflacyjnego NBP. Zakładamy jednak, że przekroczenie kolejnej psychologicznej granicy dla wskaźnika inflacji skłoni większość Rady do dodatkowego lekkiego dostosowania stóp w III kw. W przeszłości Rada pozostawała bowiem wrażliwa na bieżące zmiany wskaźnika inflacji.
- Przy symetrycznym bilansie ryzyka dla prognozy inflacji CPI, także bilans ryzyka dla prognozy stóp procentowych NBP oceniamy jako zrównoważony.

W 2025 r. redukcja stóp NBP o 175 pkt. baz. i utrzymujące się oczekiwania na dalsze obniżki



W 2026 r. kontynuacja obniżek stóp, choć już w mniejszej skali

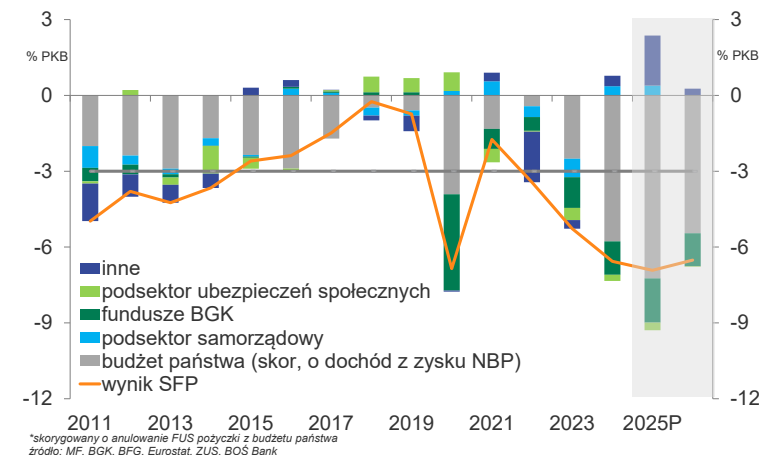




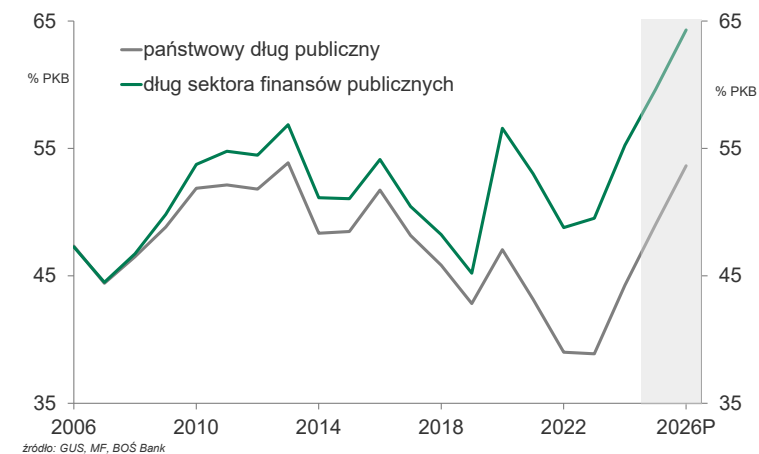
W latach 2025 – 2026 deficyt SFP wciąż powyżej 6% PKB

- Zgodnie z informacjami Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa za 2025 r. ukształtował się minimalnie poniżej przyjętego jako plan w ustawie budżetowej. Przy słabszych wynikach po stronie dochodowej zakładamy (zgodnie z dotychczasową prognozą uniknięcia nowelizacji budżetu), że na niższym poziomie ukształtowały się wydatki, w tym przede wszystkim obniżono dotację dla FUS a w mniejszym stopniu wydatki bieżące i majątkowe.
- Ograniczenie części wydatków (np. dotacji dla FUS) pomoże obniżyć deficyt budżetu państwa, niemniej nie ograniczy wzrostu deficytu całego sektora finansów publicznych, który wg naszej prognozy w 2025 r. wyniesie ok. 6,8% PKB. Ograniczenie dotacji z budżetu państwa nie byłoby bowiem wynikiem lepsze sytuacji finansowej FUS.
- W 2026 r. poziom deficytu SFP obniży się w niewielkim stopniu, utrzymując się powyżej poziomu 6% PKB na co wskazują założenia ustawy budżetowej na bieżący rok, utrzymujące się wysokie potrzeby dot. wydatków zbrojeniowych oraz wyższe wydatki związane z inwestycjami publicznymi (m.in. JST, KFD). Przeciwno dalszemu wzrostowi deficytu SFP w relacji do PKB będzie z kolei oddziaływać stabilizacja / niewielki wzrost w ujęciu wartościowym części wydatków społecznych, bieżących oraz wydatków na obsługę długu publicznego.
- O ile w 2025 r. dług SFP może utrzymać się poniżej granicy 60%, o tyle w 2026 r. wzrośnie już wyraźnie powyżej tej granicy. Z punktu widzenia regulacji unijnych wzrost długu nie będzie miał istotnego dodatkowego znaczenia ponad konieczność dostosowań fiskalnych wynikających już ze zbyt wysokiego poziomu deficytu SFP. W przypadku obostrzeń krajowych (m.in. limit konstytucyjny 60% PKB) nie będą miały one zastosowania, gdyż legislacja krajowa oparta jest na wskaźnikach państwowego długu publicznego, który jest o ok 10% PKB niższy, gdyż nie uwzględnia m.in. funduszy BGK.

W I. 2025 – 2026 utrzymanie wysokiego poziomu deficytu SFP powyżej 6,0% PKB



Wzrost długu publicznego z ograniczonymi dodatkowymi konsekwencjami fiskalnymi

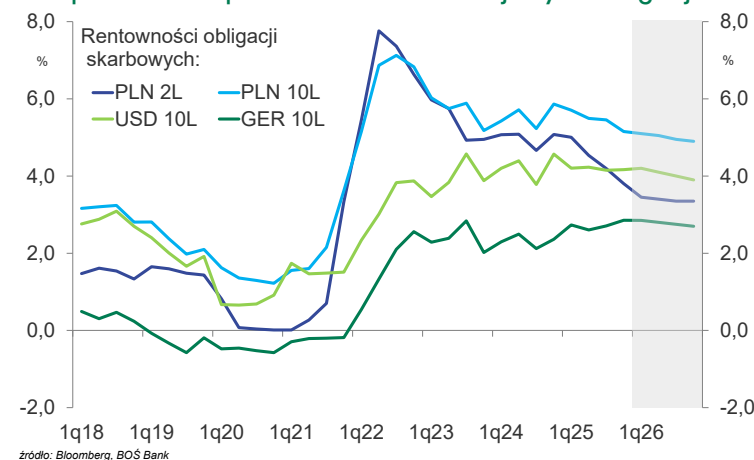




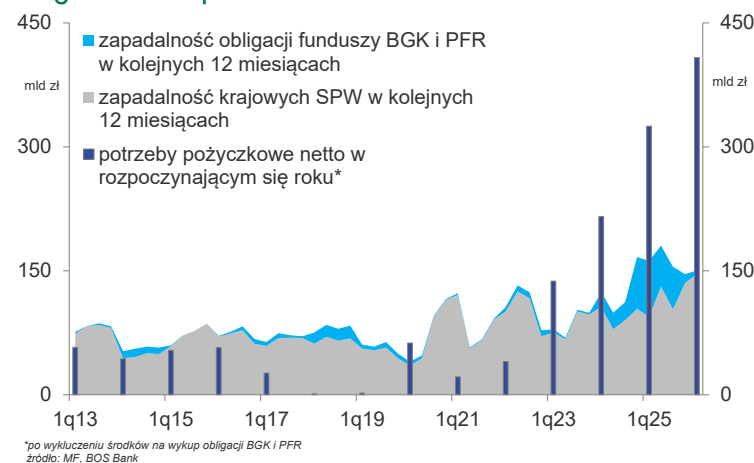
Obniżki stóp NBP i niższe rentowności obligacji na rynkach bazowych pozytywne dla krajowych obligacji skarbowych

- Kontynuacja obniżek stóp procentowych NBP sprzyjała dalszemu spadkowi rentowności krajowych obligacji skarbowych. Spadkom rentowności papierów skarbowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości sprzyjał także spadek rentowności amerykańskich obligacji skarbowych w lutym br.
- Zakładane utrzymanie niższych rentowności na rynkach bazowych oraz oczekiwane dalsze obniżki stóp procentowych NBP powinny sprzyjać utrzymaniu niższych rentowności papierów krajowych.
- Z drugiej strony przy już ograniczonej (w stosunku do 2025 r.) skali obniżek stóp NBP oraz niewielkiej przestrzeni do obniżenia rentowności na rynkach bazowych także potencjał dla spadku rentowności krajowych papierów jest niewielki.
- W dalszym ciągu także kwestia poziomu długu publicznego i wysokich podaży papierów skarbowych zarówno na rynkach bazowych, jak i na rynku krajowym będzie podwyższać premię terminową i rentowności papierów o dłuższym terminie zapadalności. Z tego względu oczekujemy że w 2026 krzywa dochodowości pozostanie wystromiona.

Sytuacja na rynkach bazowych i polityka NBP powinny wspierać lekki spadek rentowności krajowych obligacji...



...niemniej wysoka podaż papierów skarbowych będzie ograniczała spadek rentowności



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,0	3,6	4,0
Popyt krajowy	% r/r	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,0	4,5	4,1	4,3
Spożycie indywidualne	% r/r	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,7	3,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	-0,9	4,2	9,0
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	1,1	0,8	-1,7	0,5	3,2	-1,5	-0,5	-0,4
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-0,6	-1,0
	mld EUR	-1,4	12,6	-7,8	-14,9	11,6	2,6	-5,3	-9,9
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	12,6	16,0	18,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1	5,4	5,7
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	0,2	-0,1	0,1
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,7	8,7	7,0
	% r/r, real.	4,8	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,8	4,9	5,0
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	1,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,0	3,9	4,1	9,1	10,2	4,3	3,3	2,5
Depozyty ogółem	% r/r	8,2	13,8	10,9	5,7	9,6	10,0	9,5	5,6
Kredyty ogółem	% r/r	5,0	0,7	5,1	1,7	0,0	5,3	5,5	6,9
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,3	-6,6	-6,9	-6,5
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,1	59,7	65,3
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00	3,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	3,75
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25	3,50	2,75
WIBOR 3M	%, k.o.	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,84	3,99	3,35
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	5,08	3,80	3,35
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,48	4,55	4,15
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,87	5,15	4,90
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,23	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,60	3,70
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,54	4,54	4,59
założenia zewnętrzne		2019	2020	2020	2021	2023	2024	2025	2026
PKB – USA	% r/r	2,6	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8	2,3	2,3
PKB – strefa euro	% r/r	1,6	-6,2	6,4	3,7	0,6	0,8	1,5	1,2
PKB – Chiny	% r/r	6,1	2,0	8,6	3,2	5,4	5,0	5,0	4,4
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,7	2,6
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,1	1,7
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	3,75	3,25
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	5,38	4,49	3,71	3,15
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	4,57	4,17	3,90
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00	2,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	2,05
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,36	2,85	2,70
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,50	0,00	0,00
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	1,46	1,28	0,12	-0,05
USD/EUR	USD, k.o.	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,04	1,17	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	64,1	42,3	70,4	99,8	82,6	80,7	69,0	61,8

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gł. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

** górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

2026-02-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,2	3,3	3,8	4,0	3,6	3,8	4,1	4,3
Popyt krajowy	% r/r	4,3	4,1	3,7	4,2	3,5	4,1	4,6	4,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	4,5	3,5	4,1	3,6	3,4	3,4	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,4	-0,7	7,1	4,3	1,5	7,1	11,7	12,0
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,1	-0,8	0,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,4	-0,7	-0,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0
	mld EUR	-1,1	-0,9	-4,2	0,8	-1,4	-1,9	-6,0	-0,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,3	5,2	5,6	5,7	5,9	5,6	5,7	5,7
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	10,0	8,8	7,5	8,5	7,2	7,0	6,9	6,7
	% r/r, real.	4,9	4,5	4,4	5,8	5,1	4,9	5,2	4,8
Inflacja CPI	% r/r, śr.	4,9	4,1	3,0	2,6	2,0	2,0	1,6	1,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	3,6	3,4	3,2	2,8	2,8	2,5	2,5	2,4
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,50	3,25	3,25
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	6,25	5,75	5,25	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	5,25	4,75	4,25	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
WIBOR 3M	%, k.o.	5,84	5,23	4,72	3,99	3,70	3,55	3,35	3,35
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	5,00	4,53	4,19	3,80	3,45	3,40	3,35	3,35
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	5,33	4,92	4,84	4,55	4,35	4,30	4,20	4,15
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	5,71	5,49	5,46	5,15	5,10	5,05	4,95	4,90
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,18	4,24	4,27	4,23	4,22	4,23	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,86	3,62	3,63	3,60	3,58	3,63	3,68	3,70
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,39	4,53	4,56	4,54	4,59	4,59	4,59	4,59
założenia zewnętrzne		1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26
PKB – USA	% r/r	2,0	2,1	2,3	2,6	3,2	2,6	1,8	1,5
PKB – strefa euro	% r/r	1,6	1,6	1,4	1,3	1,0	1,2	1,2	1,2
PKB – Chiny	% r/r	5,4	5,2	4,8	4,5	4,5	4,5	4,3	4,4
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	4,50	4,50	4,25	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25
SOFR ON	%, k.o.	4,41	4,45	4,24	3,71	3,70	3,40	3,15	3,15
Obligacje USA 10L	%, k.o.	4,21	4,23	4,15	4,17	4,20	4,10	4,00	3,90
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	2,05	2,05	2,05	2,05
Obligacje GER 10L	%, k.o.	2,74	2,60	2,71	2,85	2,85	2,80	2,75	2,70
Stopa SNB	%, k.o.	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SARON	%, k.o.	0,41	0,17	-0,04	-0,04	-0,06	-0,05	-0,05	-0,05
USD/EUR	USD, k.o.	1,08	1,18	1,17	1,17	1,18	1,17	1,16	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	75,7	67,7	69,0	63,6	65,3	62,0	60,0	60,0

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.