Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 stycznia 2026

Wstępny szacunek PKB za 2025 r. implikuje mocniejszy PKB w IV kw., przy silniejszym wzroście konsumpcji i nieco słabszym inwestycji.

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

- **Według wstępnego szacunku GUS w 2025 r. PKB wzrósł o 3,6%, wobec 3,0% r/r w 2024 r., lekko powyżej naszej prognozy 3,5%.**

- Na podstawie tej publikacji, przy założeniu braku zmian szacunków PKB za okres I – III kw. ub.r. można oszacować wzrost PKB i jego głównych składowych w IV kw. Według naszych obliczeń **w IV kw. 2025 r. PKB wzrósł o 3,9% - 4,2% r/r,** powyżej naszej prognozy 3,6% r/r.

	PKB	popyt krajowy	spożycie gospodarstw domowych	nakłady brutto na środki trwałe	zapasy	eksport netto
			% r/r		kontrybucja w pkt. proc.	
1q25	3,2	4,3	2,6	6,4	1,3	-0,9
2q25	3,3	4,1	4,5	-0,7	1,0	-0,7
3q25	3,8	3,7	3,5	7,1	-1,0	0,3
4q25*	**3,9-4,2**	**3,7-4,1**	**4,0-4,4**	**4,2-4,3**	**(-0,5) - (-0,3)**	**(-0,1) - (+0,2)**
2025	**3,6**	**4,0**	**3,7**	**4,2**	**0,0 - 0,1**	**(-0,2) - (+0,2)**
2024	3,0	4,5	2,9	-0,9	1,0	-1,2

* przy założeniu braku korekt danych za okres I - III kw.

- **W IV kw. dynamika PKB okazała się ponownie bardzo mocna, w okolicach 4,0% r/r przekraczając wynik z III kw.** Choć struktura wzrostu nieco zawiodła (silniejszy wzrost konsumpcji i słabszy inwestycji), to generalnie biorąc pod uwagę kalendarz wydatkowania środków unijnych nie zmienia ona istotnie oczekiwań na kolejne kwartały.

- Nie dysponujemy obecnie pełnymi danymi dot. wszystkich składowych, natomiast porównując opublikowane dane do naszych oczekiwań, można wskazać, że w IV kw. miał miejsce dużo wyższy od oczekiwań wzrost wydatków publicznych, nieco lepszy wynik eksportu netto oraz nieco słabszy inwestycji.

- **Dość wyraźne obniżenie dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. do szacowanego nieco ponad 4,0% r/r z 7,1% w III kw. może trochę zaskakiwać w kontekście sporo lepszych danych dot. produkcji budowlanej oraz sygnałów rosnącej skali projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Z drugiej strony, przez cały miniony rok zmienność dynamiki inwestycji była bardzo wysoka i w okresie I – III kw. wynikała z bardzo dużej zmienności dynamiki inwestycji publicznych** (+28,5% r/r w I kw., -7,1% r/r w II kw. oraz +32,2% r/r w III kw.). Biorąc te dane pod uwagę oczekiwaliśmy w IV kw. lekkiego wyhamowania dynamiki inwestycji publicznych i nakładów ogółem, niemniej skala tego spadku okazała się głębsza od prognoz.

- **Zmienność ta może wynikać z mniej regularnych wydatków inwestycyjnych na zbrojenia,** a pewna niespójność danych dot. rachunków

narodowych z miesięcznymi danymi ze sfery realnej może wynikać z istotnego udziału importu w tych wydatkach oraz przede wszystkim w różnej metodologii (ujęcie memoriałowe danych dot. rachunków narodowych).

- **Generalnie całoroczny wynik inwestycji na poziomie 4,2% r/r wobec -0,9% w 2024 r. odzwierciedla efekt zwiększenia skali wydatków inwestycyjnych współfinansowanych ze środków unijnych.** Z drugiej strony skala tego odbicia nie jest spektakularna co też potwierdza nasze założenia z początku ubiegłego roku, że w 2025 r. skala wpływu środków unijnych na gospodarkę realną będzie ograniczona, przy dodatkowo słabych wynikach tzw. inwestycji cyklicznych (tj. niezależnych od terminu wydatkowania środków unijnych).

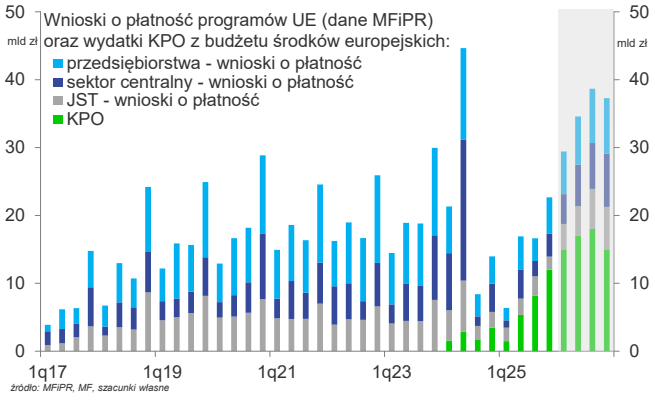
- **W 2026 r. oczekujemy wyraźnie wyższego wzrostu nakładów o ok. 8,5% r/r. Prognozujemy, że skala projektów współfinansowanych ze środków UE będzie sporo wyższa. Z drugiej strony, w porównaniach historycznych cyklu wydatkowania środków UE taki wynik inwestycji nie jest szczególnie spektakularny. To z kolei jest efektem zakładanego przez nas wciąż jedynie umiarkowanego popytu cyklicznego na inwestycje w firmach** (o czym świadczą plany inwestycyjne przedsiębiorstw wg Szybkiego Monitoringu NBP) oraz mniejszej zmienności w ostatnich latach inwestycji publicznych, na które od 2023 r. silnie wpływają rosnące wydatki zbrojeniowe. Te zwiększone wydatki w pewnym stopniu ograniczają amplitudę wahań inwestycji z tytułu kalendarza projektów współfinansowanych ze środków UE.

- W całym 2025 r. solidnie wzrosła dynamika spożycia gospodarstw domowych, przy mocnym jej wzroście pod koniec ub.r. (minimalnie powyżej naszej ostatecznej prognozy 3,9% r/r uwzględniającej pełne dane dot. sprzedaży detalicznej w IV kw.).

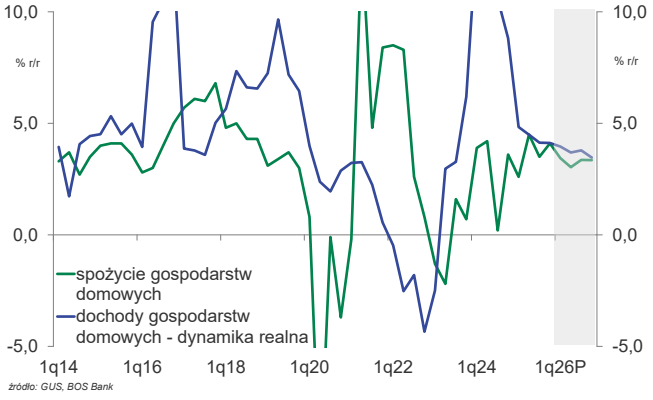
- **Pomimo słabszego wzrostu dochodów realnych w 2025 r. dynamika konsumpcji prywatnej poprawiła się. Być może w II poł. roku wyhamował wcześniejszy trend odbudowy oszczędności, który ograniczał skalę wzrostu konsumpcji w 2024 r.**

- **W 2026 r. oczekujemy już nieco wolniejszego wzrostu spożycia gospodarstw domowych o 3,3% r/r. Dalsze obniżenie wzrostu realnych dochodów (szybszy spadek dynamiki dochodów nominalnych wobec spadku inflacji) wpłynie na lekkie wyhamowanie konsumpcji.**

W 2026 r. większa skala wydatkowania środków UE



Stabilizująca się w 2026 r. dynamika realnych dochodów i konsumpcji prywatnej



- Z drugiej strony skala tego spadku będzie ograniczona w warunkach prognozowanego przez nas wciąż niskiego bezrobocia oraz dotychczasowego wzrostu oszczędności. Głównym czynnikiem niepewności dla prognozy wydatków konsumentów jest tempo obniżenia dynamiki nominalnych wynagrodzeń.

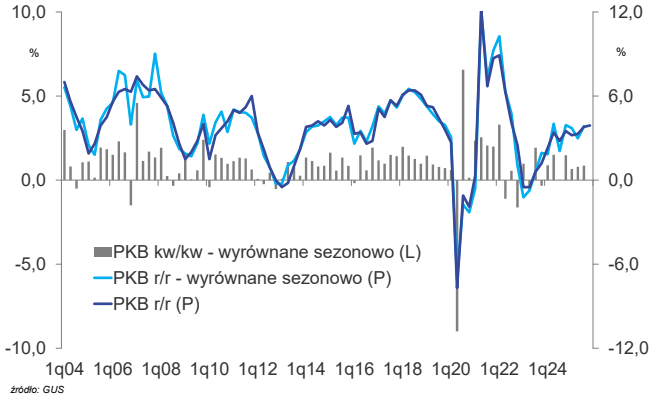
- Na przełomie III i IV kw. ten spadek przyspieszył, niemniej dane za listopad i grudzień nieco uspokoiły. Uspokaja też nieco wyhamowanie spadku (wg SM NBP) udziału firm planujących podwyżki płac, choć dalsze obniżanie się skali planowanych podwyżek w naszej ocenie przełoży się na dalsze spadki dynamiki płac. Z początkiem br. ponownie wyraźnie obniży się (do 3,9% z 7,6%) dynamika wzrostu płacy minimalnej, co przy rosnącym udziale pracowników otrzymujących minimalne wynagrodzenie ma coraz większe znaczenie dla konsumpcji.

- Przy niewielkim obniżeniu dynamiki konsumpcji prywatnej i prawdopodobnym dynamicznym odbiciu inwestycji, **w 2026 r. oczekujemy utrzymania mocnego wzrostu popytu krajowego o nieco ponad 4,0%.** Przy stabilizujących się ocenach firm poziomu zapasów zakładamy, że tak jak w ub.r. ich wkład we wzrost PKB będzie zbliżony do neutralnego. Przy koniecznej konsolidacji finansów publicznych, niższym tempie wzrostu płac w sferze budżetowej oczekujemy tez dalszego obniżenia dynamiki spożycia publicznego.

- **Niezłe wyniki popytu krajowego będą możliwe przy zakładanym przez nas dalszym stopniowym ożywieniu eksportu.** Choć GUS nie opublikował wyników eksportu za całym ub.r., to na podstawie danych za okres I – III kw. oraz danych NBP dot. bilansu płatniczego w październiku i listopadzie **szacujemy, że w ub.r. eksport wzrósł o ok. 3,5% wobec 2,0% w 2024 r., co z jednej strony oznacza poprawę, ale z drugiej strony jest bardzo słabym wynikiem na tle danych historycznych. Zakładając ograniczenie niepewności w globalnym handlu, silniejsze przyspieszenie aktywności gospodarki niemieckiej oczekujemy dalszego wzrostu dynamiki eksportu w 2026 r. o ok. 5,0%,** pomimo zakładanego lekkiego spowolnienia dynamiki PKB w największych gospodarkach. Czynnikiem hamującym to ożywienie pozostają strukturalne dostosowania w globalnym handlu i powolne ożywienie niemieckiego eksportu (istotnego dla polskiego eksportu).

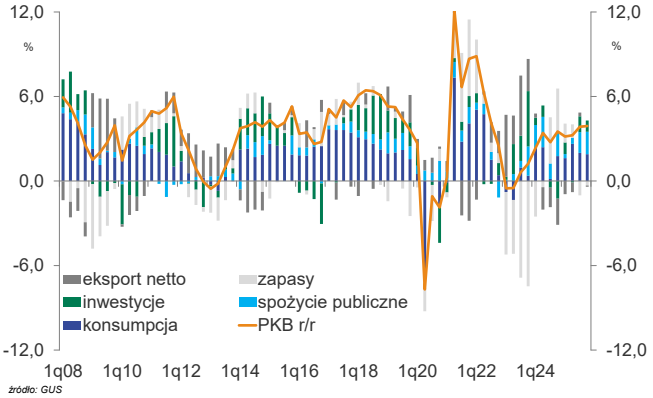
- **Przy powyższych założeniach oczekujemy, że wzrost PKB w 2026 r. może nieznacznie przyspieszyć względem 2025 r. do 3,7% - 4,0%.**

Dynamika PKB



źródło: GUS

PKB i kontrybucja we wzrost jego składowych



źródło: GUS

wskaźnik		1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25
PKB		**-0,5**	**-0,5**	**0,6**	**1,2**	**2,3**	**3,4**	**2,8**	**3,5**	**3,2**	**3,3**	**3,8**	**3,9-4,2**
popyt krajowy		-5,0	-2,6	-3,7	-1,1	2,2	5,4	4,3	5,7	4,3	4,1	3,7	**3,7-4,1**
konsumpcja prywatna		-1,3	-2,2	1,6	0,7	3,9	4,2	0,2	3,6	2,6	4,5	3,5	**4,0-4,4**
spożycie publiczne	*% r/r*	0,5	2,7	2,6	11,0	9,3	11,6	5,9	8,3	1,5	2,0	7,4	**6,5-7,6**
nakłady brutto na środki trwałe		1,7	14,9	11,3	17,7	4,0	5,0	-2,8	-5,1	6,4	-0,7	7,1	**4,1-4,3**
eksport		6,3	-0,2	5,0	3,9	3,3	4,3	0,5	0,1	2,1	1,9	6,1	-
import		-0,7	-3,4	-1,9	0,0	3,1	7,8	3,2	3,9	4,3	3,4	5,9	-
konsumpcja prywatna		-0,8	-1,3	1,0	0,4	2,3	2,4	0,1	1,8	1,6	2,6	2,0	-
spożycie publiczne	*kontrybucja*	0,1	0,5	0,5	2,1	1,6	2,1	1,1	1,7	0,3	0,4	1,5	-
nakłady brutto na środki trwałe	*pkt. proc.*	0,2	2,1	1,8	3,9	0,5	0,8	-0,5	-1,3	0,8	-0,1	1,1	-
zapasy		-4,4	-3,8	-6,9	-7,5	-2,5	-0,4	3,3	3,1	1,3	1,0	-1,0	-
eksport netto		4,4	2,0	4,3	2,3	0,3	-1,6	-1,4	-1,9	-0,9	-0,7	0,3	-
PKB	*% kw/kw*	1,0	-0,6	1,9	-0,3	0,9	1,5	0,0	1,5	0,7	0,8	0,9	-
konsumpcja prywatna	*wyrównane*	-0,6	0,3	2,8	-1,1	1,5	0,4	0,4	1,3	0,8	1,5	-0,1	-
inwestycje	*sezonowo*	4,6	3,5	3,1	3,9	-4,5	3,4	-3,5	0,4	3,7	-0,8	3,5	-

źródło: GUS

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 jakiejkolwiek 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.