

Dojrzewanie cyklu

Polska: Perspektywy 2026

Departament Analiz Ekonomicznych
Santander Bank Polska S.A.
ekonomia@santander.pl

Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ Otoczenie zewnętrzne	s. 8
■ PKB	s. 14
■ Inwestycje	s. 16
■ Konsumpcja	s. 20
■ Salo obrotów bieżących	s. 21
■ Rynek pracy	s. 23
■ Marże przedsiębiorstw	s. 28
■ Rynek kredytowy	s. 29
■ Rynek mieszkaniowy	s. 31
■ Inflacja	s. 32
■ Polityka pieniężna	s. 42
■ Polityka fiskalna	s. 44
■ Rynek długu	s. 49
■ Rynek walutowy	s. 53
■ Tabela z prognozami	s. 56



Podsumowanie (makro)

Ostatnie niezłe dane z krajowej gospodarki wywołały falę optymizmu nt. perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce. Dla nas ten optymizm nie jest czymś nowym. O tym, że najbliższe lata będą stały pod znakiem mocnego wzrostu inwestycji, a 2026 r. będzie lepszy niż 2025 pod kątem wzrostu PKB, pisaliśmy zanim to stało się modne. Jednocześnie, warto mieć świadomość, że nie będą to lata łatwe i pozbawione niepewności, a samo przyspieszenie krajowego wzrostu też będzie miało charakter raczej umiarkowany niż spektakularny. Coraz bardziej popularne hasło „PKB z czwórką z przodu” naszym zdaniem zmaterializuje się raczej w tym, że nominalna wartość PKB przekroczy 4 biliony zł, a nie w postaci realnego tempa wzrostu w całym roku powyżej 4% (choć do tego może niewiele brakować).

Globalne otoczenie pozostanie trudne. Widzimy wprawdzie pewne oznaki poprawy w globalnym przemyśle i szanse na ożywienie najważniejszej dla nas gospodarki niemieckiej, co krajowym eksporterom powinno dać trochę wiatru w żagle, ale strukturalny zwrot w stronę większego globalnego protekcjonizmu, napięcia geopolityczne i tendencje demograficzne będą utrudniać powrót do skali ekspansji znanej z poprzednich dekad. Konkurencyjność krajowych producentów nadal będzie podgryzana jednocześnie z trzech stron: mocnego realnego kursu waluty, relatywnie wysokich cen energii i względnie szybko rosnących kosztów pracy.

Jedna z kluczowych niepewności dotyczy dalszych losów wojny Rosja-Ukraina – wciąż nie jest jasne czy w trakcie 2026 r. może dojść do rozejmu i na jakich warunkach. Gdyby tak się stało, widzielibyśmy krótkoterminowo dodatkowy impuls dezinflacyjny (mocniejszy złoty, tańsza ropa, gaz, żywność), a w dalszej perspektywie impuls pro-wzrostowy i pro-inflacyjny (dodatkowy rozpęd inwestycji, większe napięcia na rynku pracy).

Ożywienie inwestycyjne będzie zapewne krajowym tematem nr 1, a sprzyjać mu będzie kombinacja czterech czynników: (1) działania firm zmierzające do zwiększenia produktywności w obliczu wyzwania demograficznego, dodatkowo wzmocnione spadkiem stóp procentowych, (2) cykl inwestycyjny związany z funduszami spójności, z wieloletnią perspektywą finansową UE 2021-27, (3) projekty w ramach KPO z ciasnym deadline, (4) konieczność dalszego wzmacniania obronności przez inwestycje w sprzęt, systemy, ale i infrastrukturę.

Dotychczasowa faza ożywienia wzrostu PKB przebiegała bez istotnego wzrostu liczby pracujących. Zakładamy jednak, że – podobnie jak ponad dekadę wcześniej – to zjawisko „jobless recovery” nie może trwać zbyt długo i w 2026 r. liczba etatów zacznie już lekko rosnąć. W efekcie, dalsze hamowanie wzrostu wynagrodzeń też ma już ograniczony potencjał. Zakładamy, że wzrost płac spowolni do ok. 6% r/r, w efekcie czego dynamika jednostkowych kosztów pracy zbliży się do 2%.

Realny wzrost dochodów gospodarstw domowych będzie zapewne znacznie skromniejszy niż w poprzednich paru latach. Utrzymanie konsumpcji na ścieżce umiarkowanego wzrostu wciąż będzie możliwe i naszym zdaniem prawdopodobne, ale będzie wymagało sięgnięcia po zbudowane wcześniej oszczędności i kredyt.

Tempo dezinflacji w mijającym roku było wyraźnie większe niż zakładaliśmy, w czym najbardziej pomogły trzy czynniki: umocnienie złotego, szczególnie wobec dolara, spadające ceny surowców oraz rosnąca skala importu taniejących dóbr konsumpcyjnych z Azji. Te czynniki, plus przyhamowanie wzrostu płac, będą jeszcze sprzyjać inflacji w najbliższym czasie, w efekcie czego dynamika CPI w I półroczu 2026 zbliży się do 2% r/r. W kolejnych kwartałach przewidujemy przyspieszenie wzrostu cen, w stronę 3%, m.in. za sprawą wygasającego efektu kursowego, efektów dotychczasowych obniżek stóp i ożywienia gospodarczego.

Spadek inflacji na początku roku zapewne skłoni RPP do wznowienia obniżek stóp. Zakładamy, że stopa referencyjna zatrzyma się na poziomie 3,5%, zgodnie z sugestiami przedstawicieli banku centralnego. Większa skala obniżek byłaby możliwa w przypadku zejścia CPI poniżej 2% i/lub sygnałów hamowania wzrostu gospodarczego.

Polityka fiskalna pozostanie ekspansywna, z deficytem przekraczającym zapewne 6% PKB i długiem zmierzającym szybko w stronę ustawowych i konstytucyjnych limitów. Pomimo przyspieszającego wzrostu gospodarczego, nie liczymy na istotną konsolidację fiskalną przed wyborami parlamentarnymi, zaplanowanymi na 2027 r. Przy utrzymaniu pozytywnych nastrojów na rynkach finansowych może się to odbyć bez istotnych reperkusji rynkowych, ale wrażliwość na jakiekolwiek szoki zdecydowanie wzrosła.



Podsumowanie (ryniki)

Rynek walutowy

Rozmowy na temat planu pokojowego dla Ukrainy ponownie znalazły się na pierwszych stronach gazet, co w naszej ocenie jest jednym z głównych powodów zawężenia premii za ryzyko w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich tygodniach. Nadal uważamy, że wiarygodny sygnał nt. możliwego rozejmu lub zawieszenia broni między Rosją a Ukrainą spowodowałby wyraźną aprecjację złotego. Pozostajemy jednak ostrożni co do tej perspektywy w najbliższej przyszłości.

Zakładamy, że polska waluta pozostanie dość stabilna w nadchodzących miesiącach, chociaż nieco obniżyliśmy nasz docelowy poziom kursu EUR/PLN do 4,25, dostosowując go do zmian rynkowych w ostatnich tygodniach. Pozytywny wpływ odporności krajowego wzrostu gospodarczego i prawdopodobnie dobiegającej już końca fazy obniżek stóp procentowych NBP będzie naszym zdaniem zrównoważony przez utrzymującą się niepewność geopolityczną, stopniowo rosnącą nierównowagę na rachunku obrotów bieżących oraz ekspansywną politykę fiskalną (z najwyższym deficytem sektora instytucji rządowych i samorządowych w całej UE w 2026 r.).

Rynek stopy procentowej

Polskie obligacje w mijającym roku zdecydowanie opierały się globalnym trendom, notując wyraźne spadki rentowności pomimo pogorszenia przewidywanej trajektorii fiskalnej na kolejne lata i decyzji agencji ratingowych o obniżeniu perspektywy ratingu do negatywnej.

Szanse na dalsze umocnienie krajowego długu widzimy w scenariuszu rozejmu na Ukrainie, który zdjąłby premię za ryzyko geopolityczne z wszystkich aktywów w regionie, i/lub znaczących obniżek stóp procentowych Fed, które wygenerowałyby globalny apetyt na ryzyko. Bez tych czynników wydaje się, że potencjał do spadku rentowności na długim końcu krzywej został już w zasadzie wyczerpany, biorąc pod uwagę tendencje na rynkach bazowych. Widzimy wciąż pole do spadku rentowności krótkoterminowych i dalszego stromienia krzywej, w reakcji na kolejne obniżki stóp NBP.



2025: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2024	Rzeczywistość
PKB	Przewidujemy utrzymanie się polskiej gospodarki na ścieżce wzrostu „trzy z plusem”, pomimo wciąż niekorzystnego otoczenia zewnętrznego, w czym nadal kluczową rolę będzie odgrywać względna odporność popytu krajowego.	Prognoza trafiona. Kolejne kwartały przynosiły stopniowe przyspieszenie wzrostu PKB, który w całym roku ma dużą szansę wynieść 3,5-3,6%, tj. prawie dokładnie tyle, co zakładaliśmy. Popyt krajowy był głównym motorem wzrostu.
Struktura PKB	Inwestycje przejmą z czasem rolę głównego silnika wzrostu, choć ich ożywienie może nieco się opóźnia. Wzrost konsumpcji zbliżony jak w tym roku, ok. 3%, wspierany wzrostem płac realnych. Dodatni wkład zapasów, ujemny eksportu netto.	Teza kierunkowo słuszna, chociaż opóźnienie w ożywieniu inwestycyjnym okazało się większe niż zakładaliśmy, co zostało przejściowo skompensowane większym wkładem konsumpcji.
Rynek pracy	Ożywienie inwestycyjne powinno lekko wesprzeć popyt na pracowników, bezrobocie nadal blisko minimów. Wzrost płac spowolni, ale pozostanie realnie dodatni.	Prognoza trafiona, chociaż dopiero w II półroczu liczba pracujących zaczęła lekko rosnąć. Bezrobocie pozostało bardzo niskie, wzrost płac wyhamował w końcu roku do ok. 7% r/r, mimo wyższego od oczekiwań I półrocza.
Inflacja	Dynamika CPI będzie rosła do marca, osiągając szczyt ok. 5,7% r/r, lekko obniży się w II kw. i mocniej spadnie dopiero od lipca, kończąc rok tuż poniżej 4%. Inflacja bazowa do połowy roku powyżej 4% r/r, potem stopniowo w dół.	Prognoza mocno nietrafiona. Inflacja była wyraźnie niższa niż zakładaliśmy, m.in. za sprawą mocnego złotego, niskich cen surowców, napływu tanich towarów z Chin, ale też większego niż zakładaliśmy wyhamowania cen usług w końcu roku.
Polityka pieniężna	Zakładamy rozpoczęcie obniżek stóp NBP w lipcu 2025 r. i łączną skalę obniżek do końca roku 100-125pb. Do tego czasu powinno stać się jasne, że ryzyko mocnego wzrostu CPI pod koniec roku jest niewielkie i perspektywa powrotu inflacji do celu przybliży się, a nie oddala, co pozbawi argumentów najbardziej jastrzębią grupę członków RPP skupioną wokół prezesa NBP.	Szybsza dezinflacja spowodowała, że obniżki stóp procentowych rozpoczęły się wcześniej, już w maju, a ich łączna skala była większa niż zakładaliśmy i wyniosła 175pb. Prezes NBP zrezygnował z wyraźnie jastrzębiego nastawienia, które prezentował w poprzednim roku i wg niego RPP była wyjątkowo zgodna co do kierunku polityki pieniężnej w ostatnich miesiącach.
Polityka fiskalna	Kolejny rok deficytu finansów publicznych bliskiego 6% PKB i wzrostu długu publicznego, który zbliży się do 60% PKB (w definicji UE). Konsolidacja fiskalna odłożona na okres powybiorczy.	Prognoza trafiona. Rok zakończy się najprawdopodobniej deficytem fiskalnym powyżej 6% PKB i długiem publicznym ocierającym się o 60% PKB. Nadal nie widać szans na konsolidację fiskalną przed kolejnymi wyborami do Sejmu.
Rynek stopy procentowej	Spodziewamy się wyższych stawek swap i obligacji w I kwartale (szczególnie na krótkim końcu krzywej), w efekcie urealnienia wciąż zbyt optymistycznych oczekiwań rynkowych dot. terminu obniżek stóp NBP i wysokiej podaży SPW. Dalsza część roku powinna przynieść spadki stóp i rentowności oraz wystromienie krzywych.	Mimo szybszych obniżek stóp NBP, rentowności obligacji przesunęły się w dół mniej niż zakładaliśmy, szczególnie na długim końcu krzywej, co wynikało zapewne z pogorszenia trajektorii fiskalnej i obniżek perspektywy ratingu przez Fitch i Moody's, ale też tendencji na bazowych rynkach długu.
Rynek walutowy	Kurs EURPLN nadal dość stabilny w przedziale 4,30-4,40, z jednej strony wspierany brakiem pośpiechu RPP w obniżkach stóp, z drugiej pod negatywną presją niskiej konkurencyjności cenowej firm, pogarszającego się bilansu płatniczego i malejących stóp realnych.	Złoty faktycznie wykazał się dużą stabilnością, jednak na niższych poziomach: średni kurs EURPLN nieco poniżej 4,25. Było to wg nas efektem m.in. słabszego niż zakładaliśmy dolara i powracających nadziei inwestorów na zakończenie / zawieszenie wojny na Ukrainie.



2026: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Główne ryzyka
PKB	Wzrost PKB ma szansę jeszcze lekko przyspieszyć, ocierając się w niektórych kwartałach o 4% r/r, przy umiarkowanej poprawie otoczenia zewnętrznego. Konsensus rynkowy, który do niedawna zakładał słabszy wzrost w 2026 r. niż w 2025 zaczął przesunąć się w stronę naszych oczekiwań.	Ryzyka asymetryczne po stronie negatywnej: mniejsza skala ożywienia w gospodarce niemieckiej, pogorszenie koniunktury światowej w przypadku eskalacji konfliktów geopolitycznych i/lub pęknięcia bańki AI, utrzymanie skłonności do oszczędzania gosp. domowych, dalsze przestoje w wydatkowaniu środków z KPO i w efekcie utrata części dotacji, odpływ części migrantów z Ukrainy, pogłębiający się deficyt siły roboczej.
Struktura PKB	Kulminacja długo wyczekiwanego ożywienia inwestycyjnego, wspierana wyścigiem z czasem w wydatkowaniu środków z KPO. Konsumpcja nadal będzie rosła w umiarkowanym tempie, dokładając solidne 2 pkt proc. do wzrostu PKB. Eksport ma szansę przyspieszyć dzięki umiarkowanej poprawie popytu z Niemiec, ale wpływ salda HZ na PKB pozostanie ujemny. Zapasy nadal z dodatnim wpływem na PKB.	Ewentualny rozejm na Ukrainie mógłby dodatkowo wzmocnić inwestycje, ale osłabić konsumpcję (za sprawą odpływu części uchodźców). To ryzyko nie jest symetryczne: w przypadku eskalacji konfliktu, widzielibyśmy słabsze inwestycje, ale też słabszą konsumpcję (w efekcie wzmocnienia postaw oszczędnościowych).
Rynek pracy	Dwucyfrowy wzrost nakładów inwestycyjnych będzie wymagał zwiększenia nakładów pracy. Dynamika płac może jeszcze trochę spowolnić, m.in. dzięki znacznie skromniejszemu niż w poprzednich latach podwyżkom płacy minimalnej i w sferze budżetowej, ale pole do wyhamowania nie wydaje się znaczące.	Z jednej strony ryzyko przedłużenia zastoju na rynku pracy i mocniejszego hamowania płac w przypadku braku ożywienia w Europie, z drugiej strony możliwy powrót większych napięć płacowych gdyby wystąpił częściowy odpływ obywateli Ukrainy.
Inflacja	Znacznie szybsza niż oczekiwaliśmy dezinflacja w 2025 r. przesunęła w dół nasze prognozy inflacji na rok kolejny: przez znaczną część roku CPI i inflacja bazowa pozostaną zapewne poniżej 2,5%, w czym pomoże wciąż mocny kurs złotego, niskie ceny surowców i dynamika JKP spójna z celem inflacyjnym.	Rozejm Rosja-Ukraina w naszej ocenie sprzyjałby głębszej dezinflacji w krótkim terminie (mocniejszy PLN, tańsze surowce), tworząc ryzyka inflacyjne w średnim horyzoncie (ożywienie popytowe, pogłębiony niedobór pracowników).
Polityka pieniężna	Nadal uważamy, że w świecie większej fragmentacji gospodarczej, strukturalnie wyższych wydatków na obronność i luźniejszej polityki fiskalnej realne stopy procentowe powinny pozostać dodatnie. Zejście inflacji poniżej 2,5% stworzy miejsce na jeszcze parę ostrożnych obniżek stopy referencyjnej – do 3,5%.	Wyobrażamy sobie zejście stopy referencyjnej poniżej 3,5% jeśli inflacja będzie nadal spadać szybciej od prognoz.
Polityka fiskalna	Nie spodziewamy się konsolidacji polityki fiskalnej przed kolejnymi wyborami parlamentarnymi, zaplanowanymi na 2027 r. Deficyt fiskalny zapewne utrzyma się powyżej 6% PKB, a dług pozostanie na ścieżce wzrostowej.	Największym ryzykiem dla ścieżki fiskalnej jest tempo rozwoju gospodarki. Przyhamowanie wzrostu PKB wypchnęłoby deficyt i dług na jeszcze wyższe poziomy, przybliżając scenariusz obniżki ratingu.
Rynek stopy procentowej	Bez rozejmu na Ukrainie i/lub znaczących obniżek stóp procentowych Fed o dalsze spadki rentowności na długim końcu krzywej będzie trudno. Widzimy wciąż pole do dalszego stromienia krzywej, w reakcji na kolejne obniżki stóp NBP.	Szansa na dalsze spadki stóp i rentowności w przypadku rozejmu w Ukrainie i/lub odważnych obniżek stóp Fed. Największe ryzyko destabilizacji rynku długu widzimy w przypadku spowolnienia krajowej gospodarki.
Rynek walutowy	Zakładamy, że polska waluta pozostanie dość stabilna, oscylując wokół 4,25 za euro.	Rozwój wojny w Ukrainie i napięcia w relacjach z Rosją wydaje się kluczowym czynnikiem, który mógłby wypchnąć PLN z trendu bocznego.

Gospodarka

1



Gospodarka światowa: tematy roku

Ważne tematy gospodarcze w 2025 r.:

- **Protekcjonizm, wojny handlowe, deglobalizacja** – prezydentura D. Trumpa wyznaczyła nowe kierunki w globalnej polityce handlowej, m.in. wzrost cel; rosnące znaczenie polityki przemysłowej i zapewnienia bezpieczeństwa dostaw. Wbrew obawom nie doprowadziło to do deglobalizacji (obroty handlu światowego nadal w trendzie wzrostowym), ale istotnie zaburzyło przepływy towarów pomiędzy krajami, zwiększając ogólną niepewność ekonomiczną i biznesową;
- **Dedolaryzacja** – polityka USA nie wywołała masowego odwrotu od dolara, ale była impulsem do większej dywersyfikacji rezerw i obrotów finansowych, co sprzyjało osłabieniu amerykańskiej waluty; to z kolei miało pozytywny wpływ na waluty rynków wschodzących i pomagało w dezinflacji;
- **Dezinflacja i obniżki stóp procentowych** – w większości gospodarek postępował proces dezinflacji, w czym pomogły m.in. spadki cen surowców energetycznych, a problem tzw. „ostatniej mili” okazał się mniej uciążliwy niż się obawiano; wpływ podwyżek cel na inflację w USA (na razie) również okazał się mniej dotkliwy niż szacowano; to pozwoliło bankom centralnym na łagodzenie (w różnym tempie) polityki pieniężnej, a rynkom finansowym na utrzymanie optymistycznych nastrojów przez większą część roku;
- **Geopolityka** – mimo okresowych wzrostów napięcia, rynki dyskontowały rosnące szanse na wygaszenie konfliktów, m.in. na Bliskim Wschodzie i na Ukrainie; efektem ubocznym była m.in. spadkowa tendencja cen ropy naftowej i gazu, pomagająca w dezinflacji;
- **AI** – ogromne oczekiwania dot. korzyści z nowych technologii, pompujące wyceny na giełdach i hiper-cykl nakładów inwestycyjnych, głównie w USA.

Ważne tematy gospodarcze w 2026 r.:

- **Geopolityka** – pozostanie w centrum uwagi, m.in. w kontekście napięcia i współzawodnictwa w relacjach USA-Chiny i niepewności co do rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie, czy w Ukrainie;
- **Konflikt Rosja-Ukraina** – dotychczasowe próby rozmów nt. zakończenia konfliktu, czy choćby zawieszenia broni nieskuteczne, ale presja ze strony USA i/lub trudna sytuacja wewnętrzna w Ukrainie mogą przybliżyć zawarcie porozumienia o potencjalnie dużych skutkach dla cen surowców, kursów walut i aktywów finansowych w regionie, nastrojów inwestycyjnych i przepływów migracyjnych;
- **AI** – obawy związane z wycenami spółek technologicznych w USA jednym z głównych ryzyk dla nastrojów na światowych giełdach; głębsza korekta mogłaby rozprzestrzenić się na inne klasy aktywów;
- **Wybory** – marzec: wybory lokalne w pięciu niemieckich landach, test poparcia dla koalicji rządowej, z ryzykiem dobrych wyników partii skrajnych; kwiecień: wybory parlamentarne na Węgrzech z rosnącym prawdopodobieństwem przegranej partii Viktora Orbana; listopad: tzw. wybory połówkowe w USA, których perspektywa powinna ograniczać skłonność rządu D. Trumpa do zbyt kontrowersyjnych działań i zwiększać szanse na deeskalację np. w zakresie polityki handlowej;
- **Wymiana szefa Fed** – J. Powell kończy kadencję w połowie maja; następca mianowany przez D. Trumpa ma wg oczekiwań rynkowych dążyć do istotnego złagodzenia polityki pieniężnej w USA, co sprzyałoby podtrzymaniu słabości dolara, a przez to umocnieniu walut EM, oraz optymizmowi na giełdach i rynkach długu.



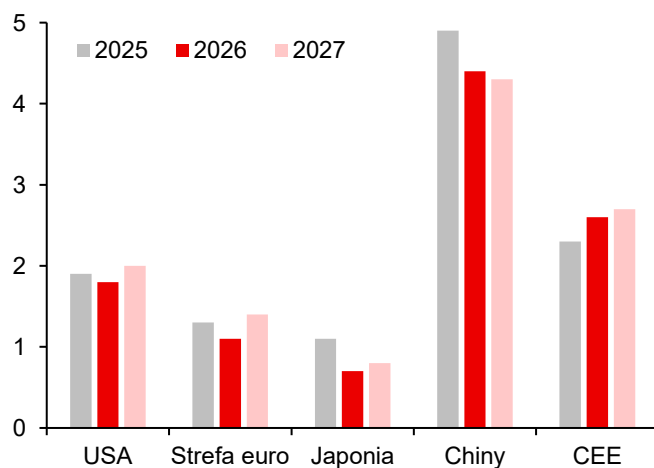
Gospodarka światowa: bez wyraźnego przełomu?

Otoczenie międzynarodowe w 2026 r. pozostanie dość wymagające. Ekspansja handlu międzynarodowego będzie nadal utrudniona przez globalną niepewność, zwiększony protekcjonizm i skupienie na krajowych politykach przemysłowych, chociaż perspektywa tzw. wyborów połówkowych w USA daje naszym zdaniem szansę na pewną deeskalację w polityce handlowej USA (której pierwsze akordy pojawiły się już w ostatnich tygodniach).

Tempo wzrostu gospodarki światowej będzie zapewne zbliżone do tegorocznego i wyniesie ok. 3%, chociaż nierówno rozłożone pomiędzy kraje i regiony. Liczymy na lekkie ożywienie w tych krajach strefy euro, z którymi jesteśmy najbliższe związani gospodarczo, m.in. w miarę pojawiania się efektów stymulacji fiskalnej i zwiększonych wydatków na obronność i infrastrukturę. Powszechnie są oczekiwania dalszego ożywienia PKB w regionie CEE.

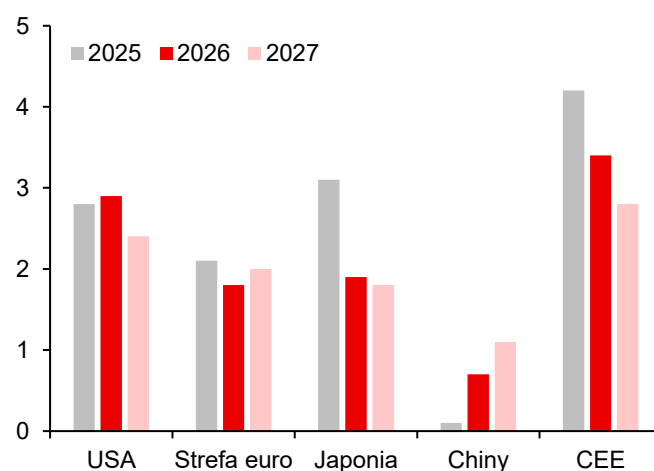
Większość prognoz zakłada stabilizację inflacji na świecie na względnie niskich poziomach lub jej dalszy umiarkowany spadek. W Europie obawy o uporczywość inflacji słabną, wraz z hamowaniem wzrostu wynagrodzeń. Większa niepewność dotyczy USA, m.in. w związku z ewentualnym pojawieniem się w końcu inflacyjnych efektów wyższych ceł i możliwym zwiększeniem skali stymulacji fiskalno-monetarnej.

Mediana prognoz PKB wg FocusEconomics



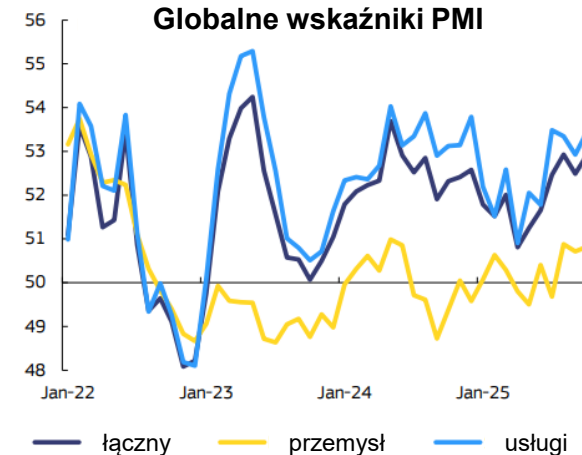
Źródło: FocusEconomics

Mediana prognoz inflacji wg FocusEconomics



Źródło: FocusEconomics

Globalne wskaźniki PMI



Źródło: S&P Global

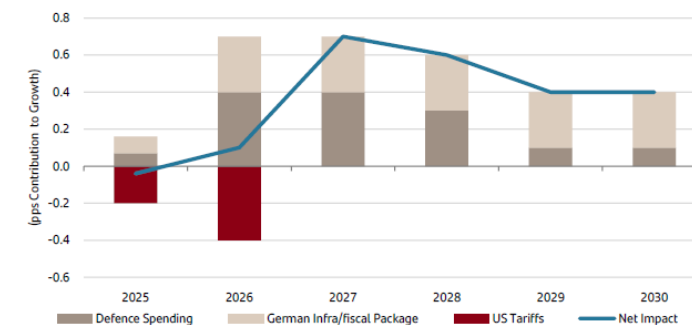
Europa: efekty impulsu fiskalno-zbrojeniowego



Stawiamy na umiarkowane przyspieszenie gospodarki niemieckiej w 2026 r. Z jednej strony, europejski przemysł i handel dopiero w kolejnych kwartałach odczują w pełni faktyczny negatywny wpływ podwyższonych ciał amerykańskich. Jednocześnie jednak, z biegiem czasu w coraz większym stopniu powinny się objawiać efekty dokonanego na początku br. zwrotu w niemieckiej polityce fiskalnej i wydatkowej – odejście od strategii utrzymywania zerowych deficytów fiskalnych i wyraźne zwiększenie nakładów na inwestycje w obronność i infrastrukturę. Szacujemy, że może to przełożyć się na impuls wzrostowy rzędu 0,7 pkt. proc. rocznie, przeważając nad negatywnymi efektami polityki celnej USA.

O ile tempo wzrostu PKB w całej strefie euro w 2026 r. może być nieznacznie poniżej tegorocznego, to oczekujemy, że będzie ono inaczej rozłożone geograficznie – znacznie większy udział będą w nim miały kraje, z którymi jesteśmy bliżej powiązani gospodarczo, w szczególności Niemcy, co dla polskich eksporterów i producentów powinno być dobrą wiadomością.

Strefa euro: wpływ na PKB pakietu wydatków infrastrukturalnych i zbrojeniowych oraz wyższych ciał

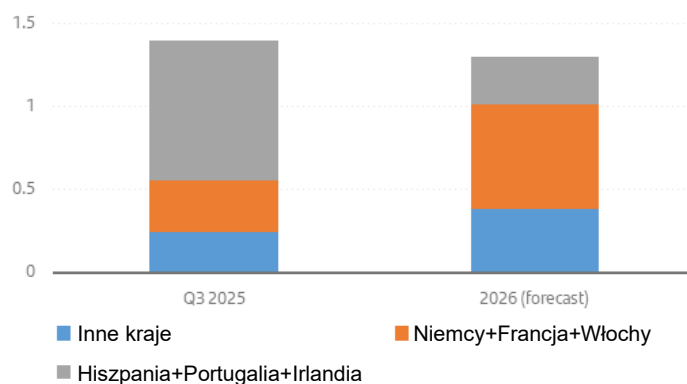


Source: Santander calculations, IMF, NATO, German government, European Commission.

Santander
Corporate & Investment Banking

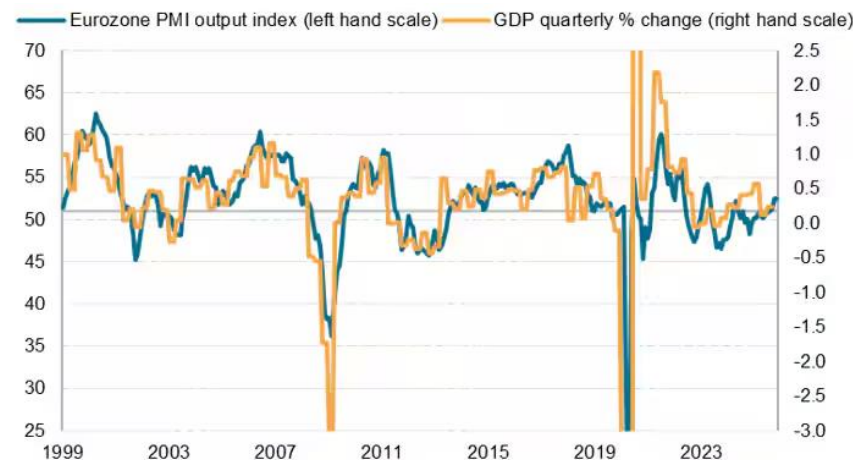
Źródło: Santander

Wzrost PKB w strefie euro: zmiana liderów



Źródło: Santander

Strefa euro: indeks PMI vs. wzrost PKB



Data compiled Nov. 21, 2025.

PMI (Purchasing Managers' Index) based on 50 = no change on prior month, covers goods and services.

Sources: S&P Global PMI with HCOB, Eurostat via S&P Global Market Intelligence.

© 2025 S&P Global.

Niemcy: indeks PMI vs. wzrost PKB



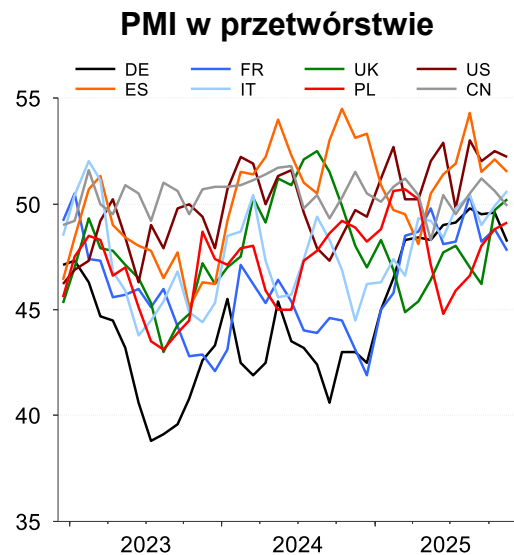
Data compiled Nov. 21, 2025.

PMI (Purchasing Managers' Index) value of 50 = no change on prior month.

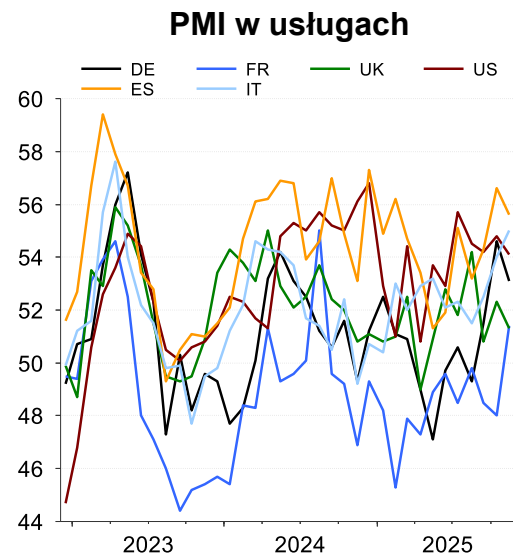
Sources: S&P Global PMI with HCOB, FSO via S&P Market Intelligence.

© 2025 S&P Global.

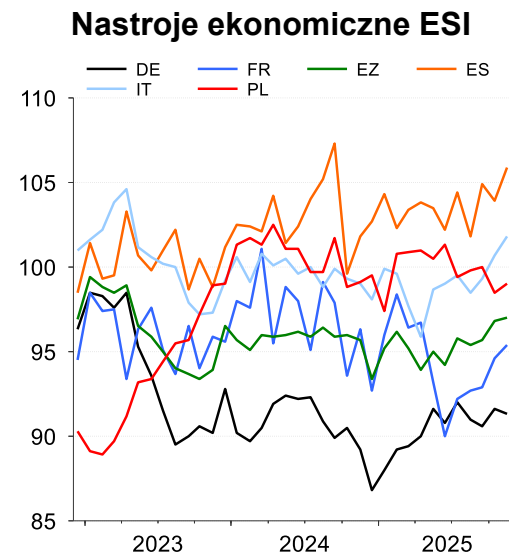
Delikatne sygnały poprawy koniunktury światowej



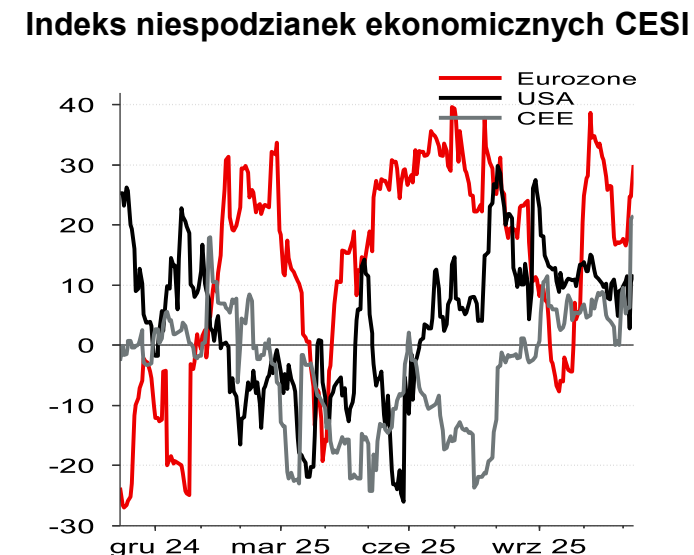
Źródło: LSEG Datastream, Santander



Źródło: LSEG Datastream, Santander

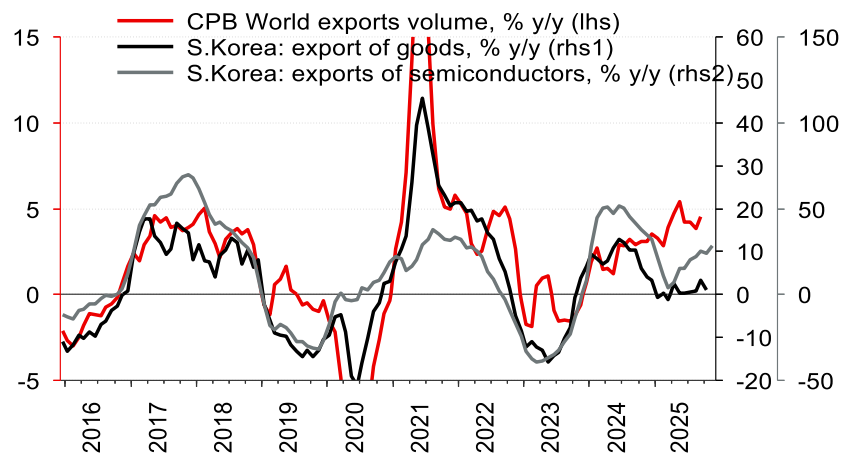


Źródło: LSEG Datastream, Santander



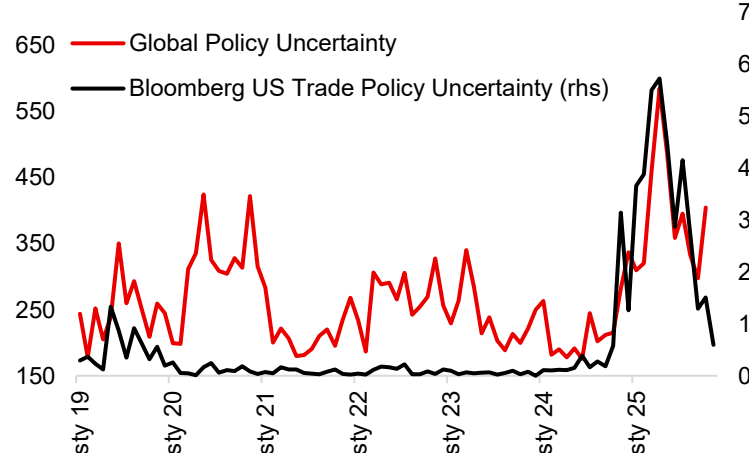
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Obroty światowego handlu a eksport Korei Płd., % r/r



Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Indeksy niepewności co do polityk gospodarczych na świecie



Źródło: Bloomberg, Santander

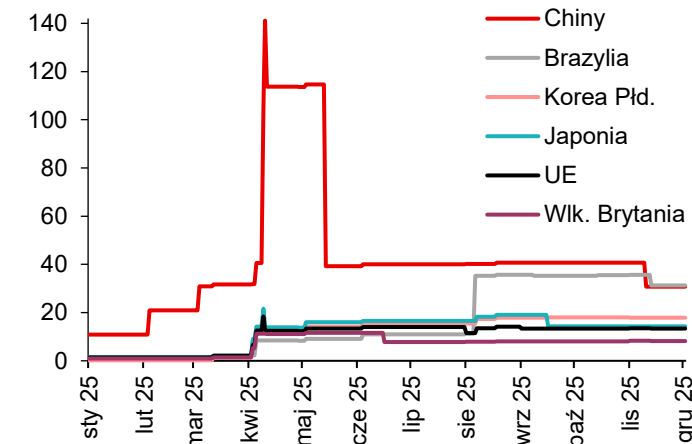
Wojny celne a trendy w handlu

Wojna celna rozpętana przez administrację D. Trumpa podniosła efektywne stawki na import do USA w różnym stopniu. Średnia dla świata, pokrywająca się m.in. z wysokością stawki dla UE i Indii, to 13,42% wobec 2,02% tuż przed „liberation day” (nałożeniem na początku kwietnia dodatkowych ceł na wszystkie kraje, określonych przez USA jako „cła wzajemne”) i 1,38% na początku 2025 r.

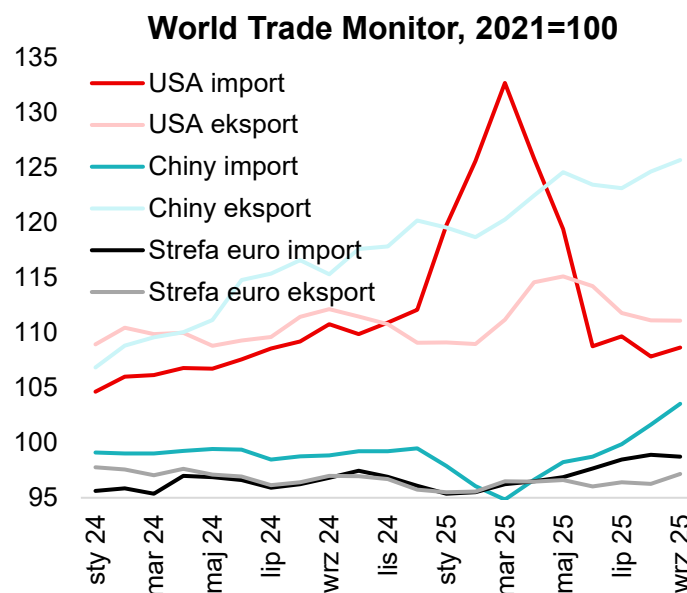
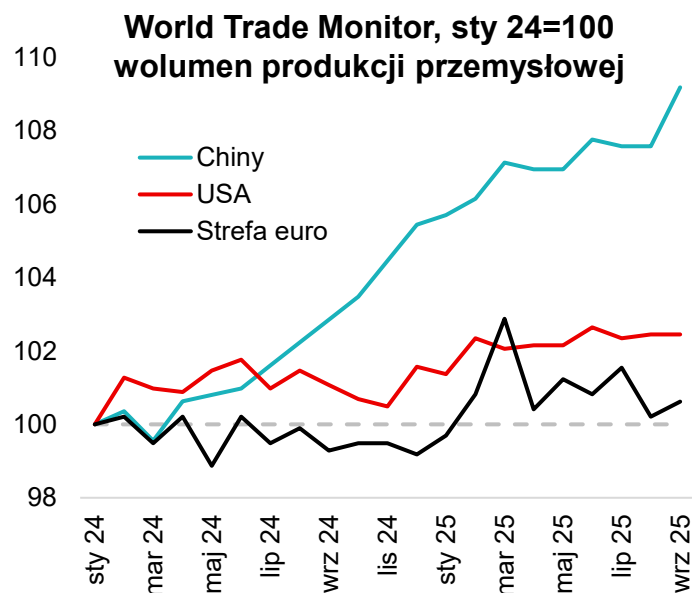
W trakcie roku najwyższe dotarły stawki dla towarów z Chin i obecnie, po kilku rundach negocjacyjnych, nadal są jednymi z najwyższych. Jednak jeśli spojrzeć na zachowanie wolumenów produkcji i eksportu, to właśnie Chiny wyglądają na beneficjentów wstrząsu tektonicznego, jaki USA zafundowały globalnemu handlowi. Wyraźne wybiecie chińskiego eksportu powyżej trendu, przy jednoczesnej stagnacji importu, zaczęło się zresztą wcześniej, tuż po pandemii Covid-19, co zdaje się podważać niedawne przewidywania dot. re-shoringu i deglobalizacji.

Zapał administracji D. Trumpa do dalszego zaburzania układu ceł zmniejszył się i zakładamy, że 2026 r. będzie rokiem krystalizowania się nowej siatki globalnego przepływu towarów w tych nowych warunkach.

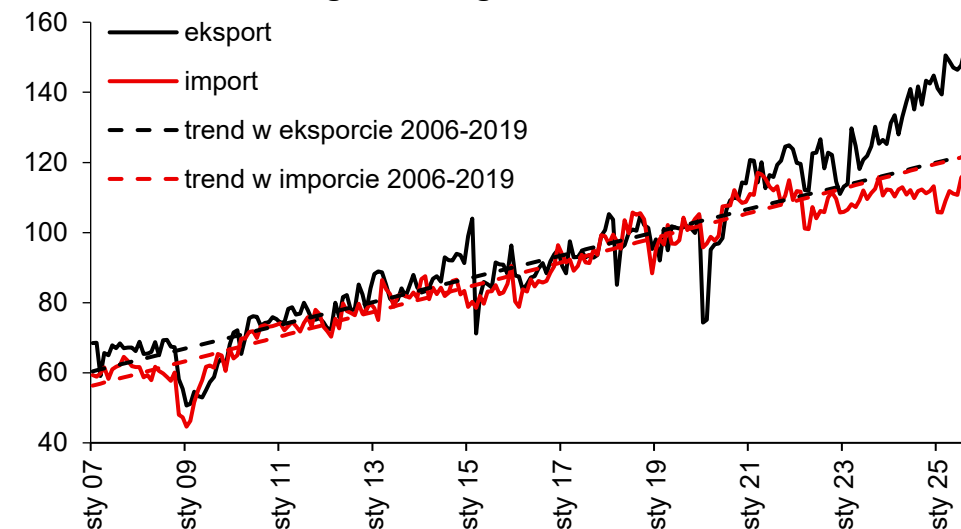
Efektywna stawka celna USA



Źródło: Bloomberg, Santander



**World Trade Monitor, wolumeny handlu
zagranicznego Chin, 2019=100**



Co dalej z wojną na Ukrainie?

Rozmowy nt. zakończenia/zawieszenia wojny Rosja-Ukraina weszły w nową fazę. Doświadczenie poprzednich miesięcy nie wskazuje wg nas na zainteresowanie Rosji szybkim wygaszeniem konfliktu, ale szanse na zawieszenie broni w 2026 r. wyceniane przez rynki bukmacherskie ponownie wzrosły (choć są wciąż wyraźnie poniżej poziomu z sierpnia, tuż przed spotkaniem Trump-Putin na Alasce).

Najważniejsze efekty ewentualnego rozejmu Rosja-Ukraina podsumowalibyśmy następująco:

- Wyraźne zmniejszenie premii za ryzyko w cenach aktywów w CEE: mocniejszy złoty, obligacje, giełda.
- Spadki cen surowców energetycznych i rolnych, w antycypacji powrotu podaży ze wschodu.
- Poprawa nastrojów inwestycyjnych i konsumpcyjnych w regionie CEE, odbudowa Ukrainy.

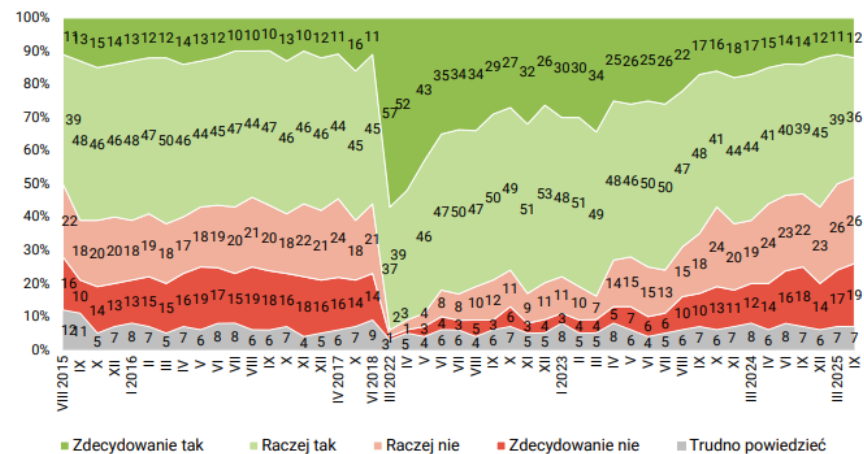
Dwa pierwsze czynniki oznaczałyby wzmocnienie dezinflacji w krótkim okresie, trzeci oznaczałby wzrost napięć popytowych, płacowych i inflacyjnych, szczególnie gdyby towarzyszył mu odpływ migrantów.

Wpływ rozejmu na przepływy migracyjne jest wg nas nieoczywisty. Tak jak pisaliśmy w [raporcie z marca](#), przepływy będą zapewne dwustronne. Badania pokazują wprowadzić stopniowy spadek odsetka Ukraińców planujących powrót do kraju, ale jednocześnie w Polsce szybko rosną nastroje antyukraińskie, co nie zachęca migrantów do przyjazdu do naszego kraju ani pozostania w nim na dłużej.

Dane nt. liczby osób z Ukrainy objętych ochroną tymczasową pokazują stały wzrost ich populacji w krajach Europy Zach., a w Polsce, po długim okresie stabilizacji, w październiku-listopadzie nastąpił pierwszy od dawna wyraźny spadek (ok. -40 tys. osób), być może w związku ze zmianą przepisów dot. pomocy i korzystania ze świadczeń.

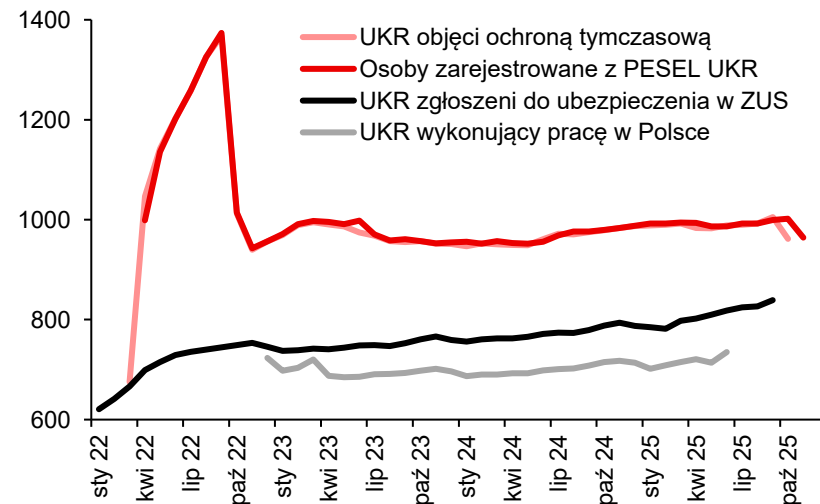
Odpływ obywateli Ukrainy oznaczałby z jednej strony spadek krajowej konsumpcji, ale jednocześnie pogłębienie niedoboru pracowników m.in. w handlu, transporcie, gastronomii, przetwórstwie i budownictwie.

CBOS: czy Pana(i) zdaniem Polska powinna przyjmować ukraińskich uchodźców z terenów objętych konfliktem?



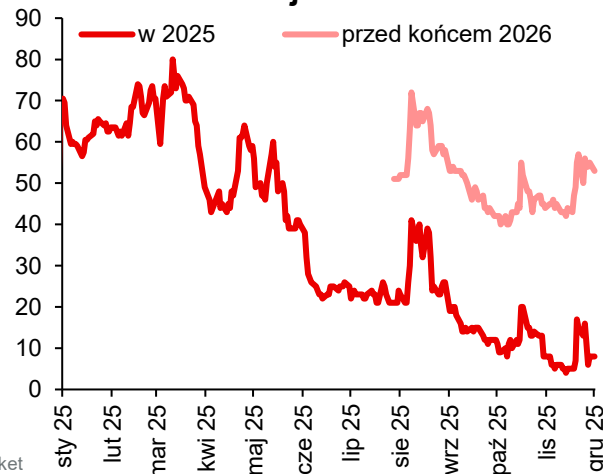
Źródło: CBOS

Liczba obywateli Ukrainy w Polsce i na polskim rynku pracy na podstawie różnych dostępnych statystyk, w tys.



Źródło: Eurostat, PESEL, GUS, ZUS, Santander

Polymarket: szanse na zawieszenie broni Rosja-Ukraina





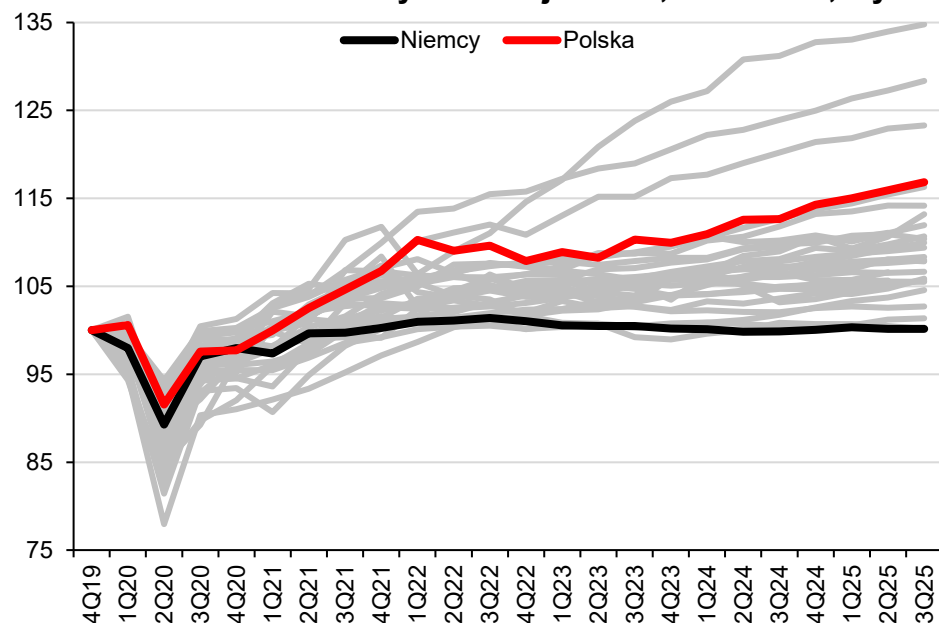
Polska: wzrost PKB zmierza w stronę 4%

Polska utrzymuje się w gronie liderów wzrostu gospodarczego, zarówno w ujęciu krótko- jak i długookresowym. W III kw. PKB przyrósł o 3,8% r/r i **naszym zdaniem w kolejnych kwartałach tempo wzrostu będzie się ocierało o 4%**. O tym, że 2026 r. będzie lepszy niż 2025 pod kątem wzrostu gospodarczego pisaliśmy zanim to było modne – już [w połowie tego roku](#). Nadal jednak uważamy, że będzie to poprawa łagodna, a ryzyka dla prognozy wychylone są raczej w dół niż w górę.

Za przyspieszeniem wzrostu stać będzie wyglądane przez nas od dawna ożywienie inwestycji, które naszym zdaniem rosnać będą w tempie dwucyfrowym. Konsumpcja prywatna powinna pozostać mocna, choć prawdopodobnie będzie rosła nieco wolniej niż w 2025 r., głównie ze względu na słabszy wzrost dochodów. Napięta sytuacja fiskalna sprzyjać będzie też spowolnieniu konsumpcji publicznej, a nadal mocna koniunktura krajowa przy słabej formie gospodarki europejskiej wpłynie na utrzymanie negatywnego wkładu eksportu netto do wzrostu ogółem.

Wzrost powyżej potencjału (szacowanego przez NBP na ok. 3%) oznaczać może powstawanie w gospodarce nierównowag, w tym nasilenie presji inflacyjnej. Nie zakładamy jednak, by doszło do tego w 2026 r.

Poziom PKB w cenach stałych w krajach UE, 4Q19=100, wyr.sezon.



Struktura wzrostu PKB Polski, % r/r



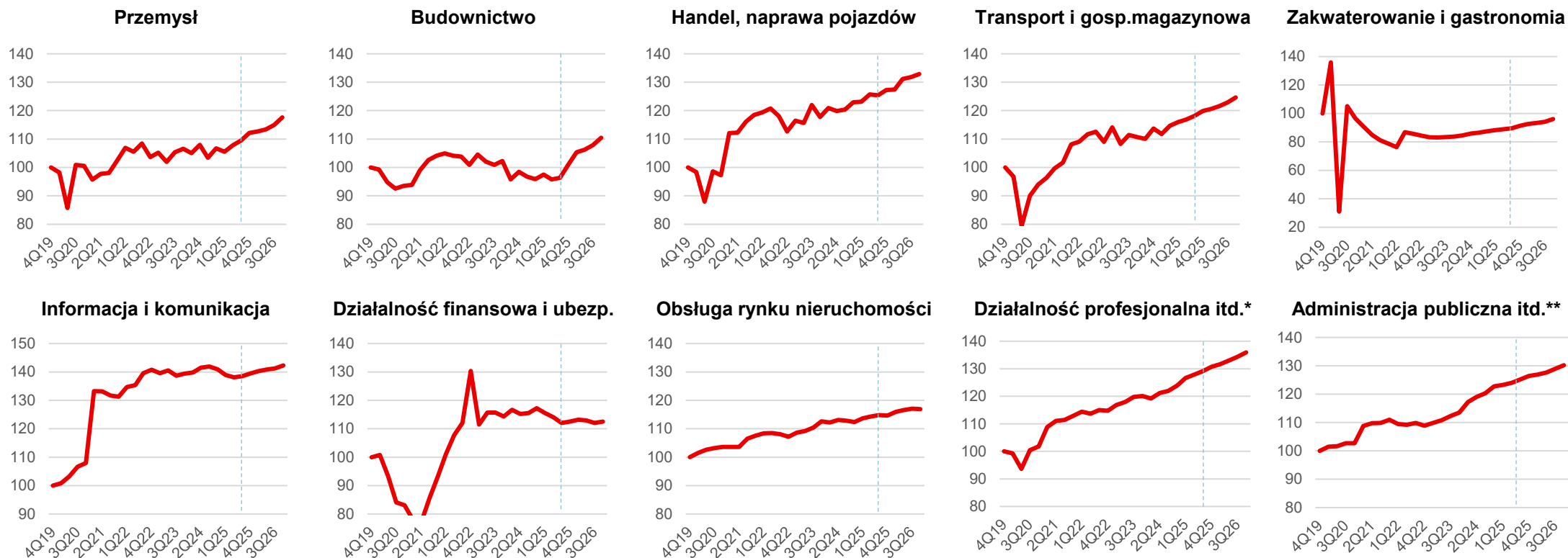


Ożywienie niemal we wszystkich sektorach

Większość głównych sektorów gospodarki weszła już w fazę ożywienia (do sektorów usługowych, rosnących od pewnego czasu, dołączył ostatnio nawet przemysł, pomimo wciąż osłabionej koniunktury w Europie) lub (jak np. budownictwo) jest na jej progu. Obecna poprawa aktywności nie jest więc generowana impulsem w wąskim obszarze gospodarki, ale wygląda na szeroko zakrojony proces.

Przewidujemy, że kolejne kwartały przyniosą kontynuację pozytywnych trendów, czemu będzie sprzyjać umiarkowana poprawa popytu zewnętrznego, związana z przyspieszaniem gospodarki niemieckiej, a także kulminacja cyklu inwestycyjnego, napędzana wykorzystaniem funduszy z KPO.

Wartość dodana w poszczególnych sektorach, 4Q19=100, wyr.sezon.





Inwestycje: początek nowego cyklu

Po rozczarującym spadku do -0,7% r/r w II kw. tempo wzrostu krajowych inwestycji odbiło w III kw. do 7,1% r/r. Odczytujemy to jako sygnał, że **polska gospodarka wkracza na ścieżkę ożywienia inwestycyjnego**. Niemniej, podobnie jak w I kw., skala odbicia była najprawdopodobniej zaburzona wydatkami zbrojeniowymi, co utrudnia dokładną ocenę aktualnego stanu rozpoczynającego się cyklu inwestycyjnego.

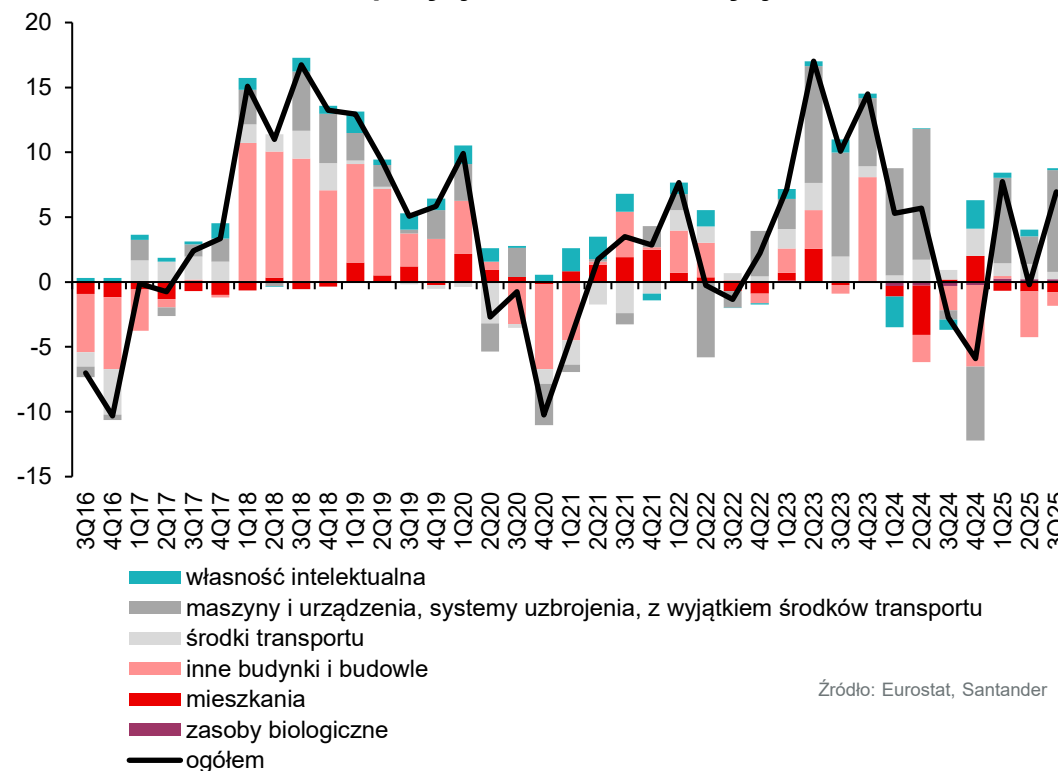
Nowy cykl inwestycyjny zdawał się rozpocząć już w I kw. br., kiedy stopa wzrostu inwestycji zarejestrowała nieoczekiwanie mocne odbicie z -5,1% do 6,4% r/r. Przyspieszenie okazało się jednak nietrwałe, ponieważ jego główne źródło stanowiły najpewniej inwestycje zbrojeniowe sektora centralnego. **Odbicie inwestycji w III kw., podobnie jak to z I kw., wynikało głównie ze wzrostu nakładów w kategorii „maszyn i urządzeń, systemów uzbrojenia”,** co sugeruje, że wzrost inwestycji w III kw. również częściowo odzwierciedlał zwiększone inwestycje zbrojeniowe. Niemniej, nie sądzimy, by odbicie inwestycji w III kw. wynikało wyłącznie z wydatków zbrojeniowych, ponieważ alternatywne dane wskazują, że w III kw. odnotowano także zwiększenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego ([str. 17](#)).

Rosnące inwestycje przedsiębiorstw i samorządów są wspierane postępującym wykorzystaniem funduszy unijnych, w tym nie tylko przebiegającą zgodnie z naszymi oczekiwaniami realizacją perspektywy finansowej na lata 2021-2027, ale także wydającym się wreszcie nabierać pędu wydatkowaniem dotacji KPO ([str. 18](#)).

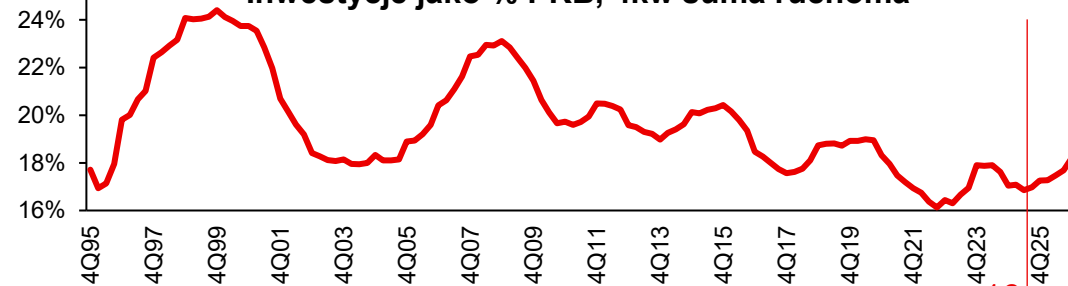
Spodziewamy się, że rosnące wykorzystanie funduszy europejskich, a także solidna sytuacja gospodarcza i niższy poziom stóp procentowych, skłaniające przedsiębiorstwa do zwiększania aktywności, powinny prowadzić w kolejnych kwartałach do dalszego, przyspieszającego wzrostu inwestycji. Według naszych szacunków powinien on wynieść około 8,0% r/r w IV kw. i 11,1% w 2026 r.

Obserwowany i oczekiwany wzrost inwestycji powinien także doprowadzić do przełamania trendu spadkowego w udziale inwestycji w PKB.

Dekompozycja wzrostu inwestycji, % r/r



Inwestycje jako % PKB, 4kw suma ruchoma





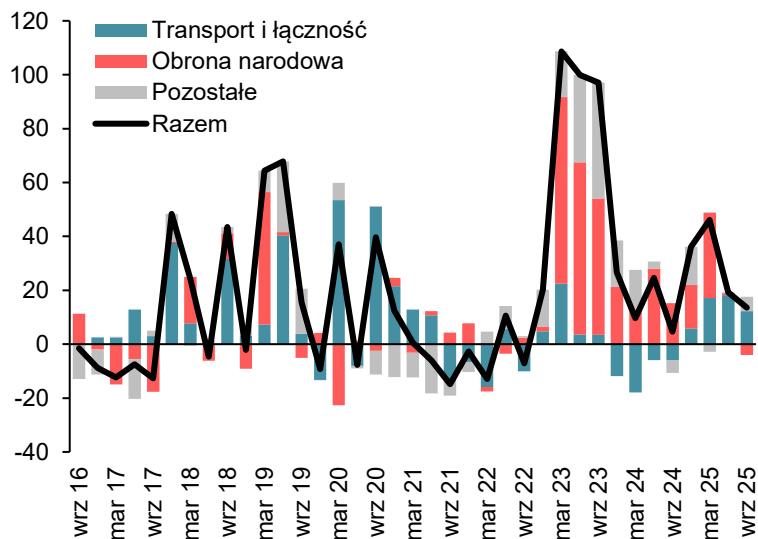
Inwestycje: początek nowego cyklu

Odbicie inwestycji w III kw., podobnie jak ich zryw z I kw., prawdopodobnie wynikało w istotnym stopniu z wydatków zbrojeniowych. Niemniej, dostępne dane wskazują, że odzwierciedlało także działanie czynników strukturalnych, przede wszystkim większej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw i JST.

Tezę tę wspierają dane o wynikach przedsiębiorstw niefinansowych w III kw., które wskazały, że ich wydatki inwestycyjne zwiększyły się w III kw. o 2,2% r/r, po wzroście o 1,4% r/r w II kw. Przyspieszenie wzrostu wydatków inwestycyjnych ogółem nastąpiło w warunkach utrzymania bardzo mocnego wzrostu w sektorach klasyfikowanych przez nas jako zależne od finansowania unijnego, co podkreśla wiodącą rolę funduszy unijnych w rozpoczynającym się cyklu inwestycyjnym.

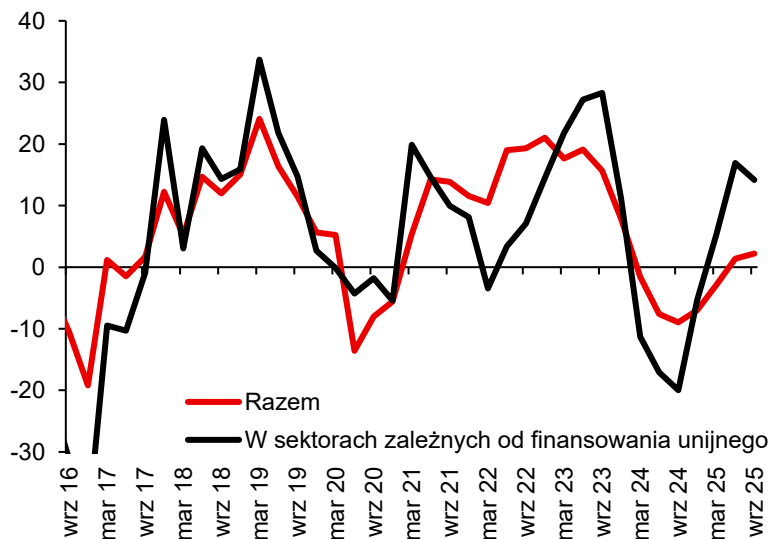
Tempo wzrostu wydatków inwestycyjnych JST odbiło z 4,6% r/r w II kw. do 10,5% r/r w III kw. Również w tym przypadku znaczną rolę odegrały fundusze unijne, na co wskazuje wzrost wydatków majątkowych finansowanych środkami UE z 1,8 mld zł w III kw. 2024 r. i 3,0 mld zł w II kw. 2025 r. do 4,6 mld zł, czyli o ponad 100% r/r już trzeci kwartał z rzędu.

Wydatki inwestycyjne jednostek budżetowych, nominalne, % r/r



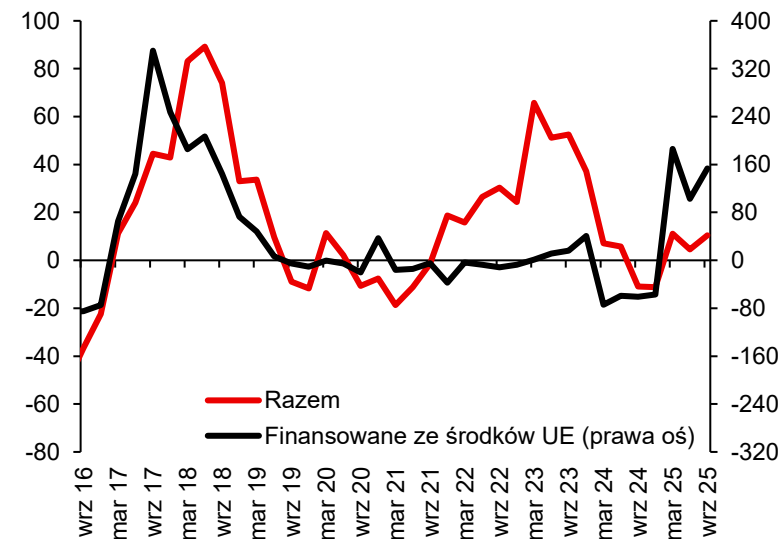
Źródło: MF, Santander

Wydatki inwestycyjne dużych przedsiębiorstw, nominalne, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Wydatki inwestycyjne JST, nominalne, % r/r



Źródło: MF, Santander



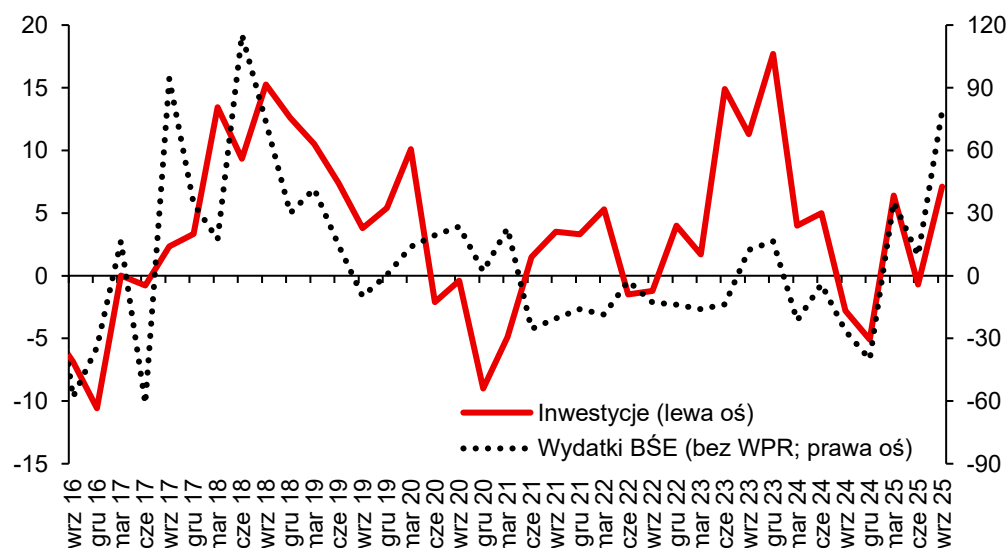
Inwestycje: wiodąca rola funduszy unijnych

Wykorzystanie funduszy unijnych coraz wyraźniej przyspiesza. Od stycznia do października, czyli w okresie pokrywanym przez aktualnie dostępne dane, wydatki budżetu środków europejskich, z pominięciem środków Wspólnej Polityki Rolnej, wyniosły około 46 mld zł, a tym samym były o około 49% większe niż w tym samym okresie 2024 r. Zwiększenie wykorzystania środków unijnych wynika nie tylko z postępującej zgodnie z naszymi oczekiwaniami realizacji perspektywy finansowej 2021-2027, ale także z wydającego się nabierać pędu wydatkowania dotacji KPO.

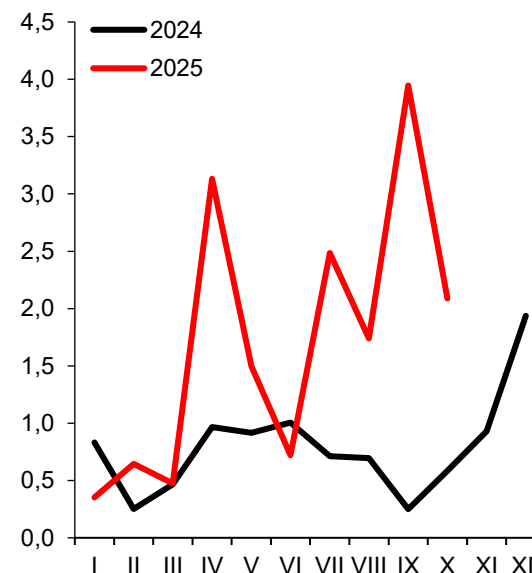
Wydatki funduszy perspektyw finansowych wyniosły w pierwszych 10 miesiącach roku 28,2 mld zł i były o około 23% większe niż w tym samym okresie 2024 r. Sugeruje to, że całkowite wydatki funduszy perspektyw praktycznie na pewno przekroczą w tym roku 30 mld zł, zgodnie z naszymi dotychczasowymi przewidywaniami.

Realizacja KPO, choć wolniejsza, niż oczekiwaliśmy na początku roku, wydaje się nabierać tempa, na co wskazuje przyspieszenie wzrostu wydatków dotacji programu z -5% r/r w I kw. do 85% r/r w II kw. i 393% r/r w III kw. Dzięki dobrym wynikom w III kw., w tym zwłaszcza we wrześniu, wydatki dotacji KPO wyniosły w tym roku już 17,1 mld zł, a tym samym przekroczyły nasze oczekiwania z poprzedniego kwartału. Na bazie nowych danych zakładamy, że wydatki dotacji KPO wyniosą w tym roku 20-25 mld zł.

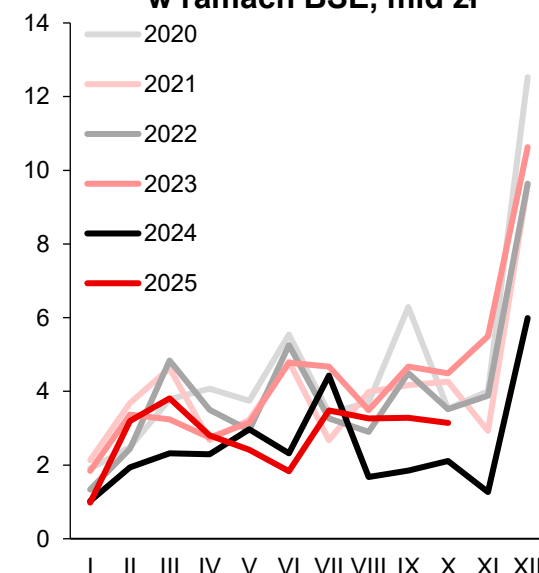
Wzrost wydatków BŚE a wzrost inwestycji, % r/r



Miesięczne wydatki dotacji KPO w ramach BŚE, mld zł



Miesięczne wydatki funduszy perspektyw finansowych w ramach BŚE, mld zł



Inwestycje: wiodąca rola funduszy unijnych

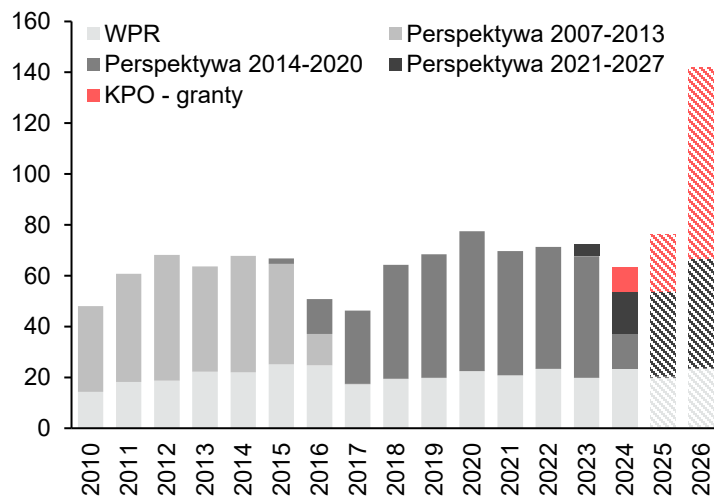


Szczytowego wpływu funduszy europejskich na aktywność inwestycyjną należy oczekiwać w 2026 r. Jego siłę wiążemy przede wszystkim z znacznym zwiększeniem wydatków dotacji KPO. Z uwagi na większe, niż zakładaliśmy, wydatki dotacji z KPO w III kw. br., które skłoniły nas do podwyższenia ich przewidywanego wykonania w tym roku do 20-25 mld zł, skorygowaliśmy odpowiednio oczekiwane przez nas wydatki dotacji w 2026 r. do około 75 mld zł. Korekta ta stanowi jedynie przesunięcie wydatków w czasie i nie odzwierciedla zmiany oczekiwań względem stopnia wykorzystania funduszy KPO. Należy przy tym podkreślić, że ostateczny stopień wykorzystania tych środków wiąże się ze znaczną niepewnością i stanowi jeden z czynników ryzyka dla naszych prognoz.

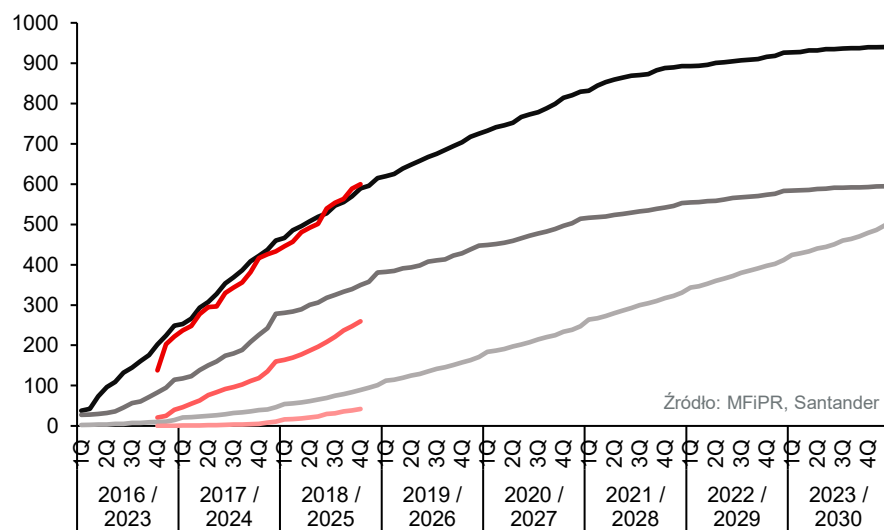
Drugim czynnikiem, który przyczyni się do wzrostu dynamiki inwestycji w 2026 r., będzie dalszy postęp realizacji perspektywy finansowej 2021-2027. Spodziewamy się, że wydatki funduszy perspektyw finansowych wzrosną z około 34 mld zł w 2025 r. do około 44 mld zł, co będzie wiązało się z przyspieszeniem ich dynamiki wzrostu z oczekiwanych przez nas ten rok około 12% r/r do około 28% r/r.

Efekty oczekiwanego wzrostu wydatków funduszy unijnych są, w naszej ocenie, widoczne w oczekiwanych nakładach inwestycyjnych JST przedstawionych w ostatniej wieloletniej prognozie finansowej MF. Kwoty planowanych na dany rok nakładów rosną wraz z publikacją nowszych edycji prognoz, ale prosta ekstrapolacja aktualnie dostępnych planów sugeruje, że wzrost wydatków inwestycyjnych JST powinny przyspieszyć w przyszłym roku z około 13% do ponad 15%.

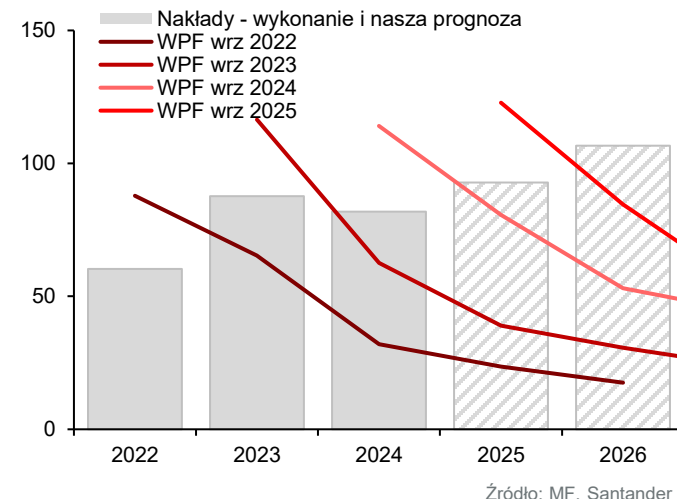
Wydatki budżetu środków europejskich, mld zł



Postęp realizacji perspektyw finansowych, narastająco, mld zł



Nakłady inwestycyjne JST na tle wieloletnich prognoz finansowych MF, mld zł



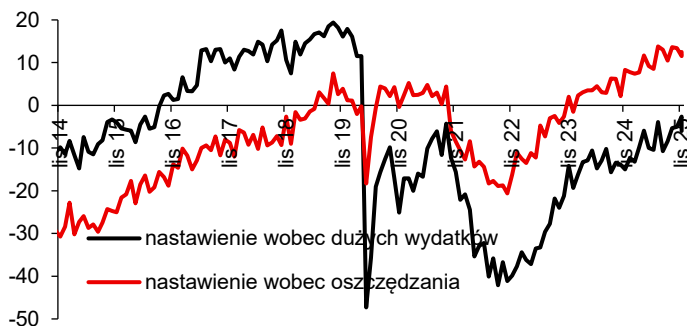
Konsumpcja oszczędności

Zakładamy wyraźne spowolnienie wzrostu dochodów do dyspozycji w 2026 r., do 2,0% w ujęciu realnym z niemal 6,0% w 2025 r. Niższy wzrost wynagrodzeń przełoży się na niższe tempo dochodów z pracy, niska inflacja w 2025 r. wpłynie na niską indeksację świadczeń, nie pojawią się też nowe świadczenia. Spadek stóp procentowych wpłynie z kolei na niższe dochody z majątku.

Nieźle dotychczasowe dane o konsumpcji prywatnej, sprzedaży detalicznej, wskaźniki optymizmu konsumpcyjnego oraz popytu na kredyty wskazują na potencjał do dalszego umiarkowanego wzrostu konsumpcji. Utrzymanie wzrostu na poziomie ok. 3% wymagać będzie redukcji stopy oszczędzania, ale naszym zdaniem tak właśnie będzie, bo w ostatnich kwartałach stopa oszczędzania wspięła się na historycznie wysokie poziomy, jest zatem z czego schodzić. Zejście może być jednak stopniowe – badanie koniunktury konsumenckiej pokazuje wyjątkowo silną postawę pro-oszczędnościową (mając przy tym na uwadze, że pod względem stopy oszczędzania gospodarstw domowych Polska, z wynikiem 7,6% wg szacunku KE za br., odstaje wyraźnie w dół od unijnej średniej, 15,2%), choć przy rosnącej jednocześnie w równym stopniu skłonności do podejmowania dużych wydatków. Niższej skłonności do oszczędzania sprzyjać będą jednak cięcia stóp przez NBP, które obniżyły oprocentowanie produktów oszczędnościowych.

Jednakże, przy słabszym wzroście dochodów, konsumpcja może być bardziej wrażliwa na potencjalne pogorszenie optymizmu konsumentów niż w 2025 r.

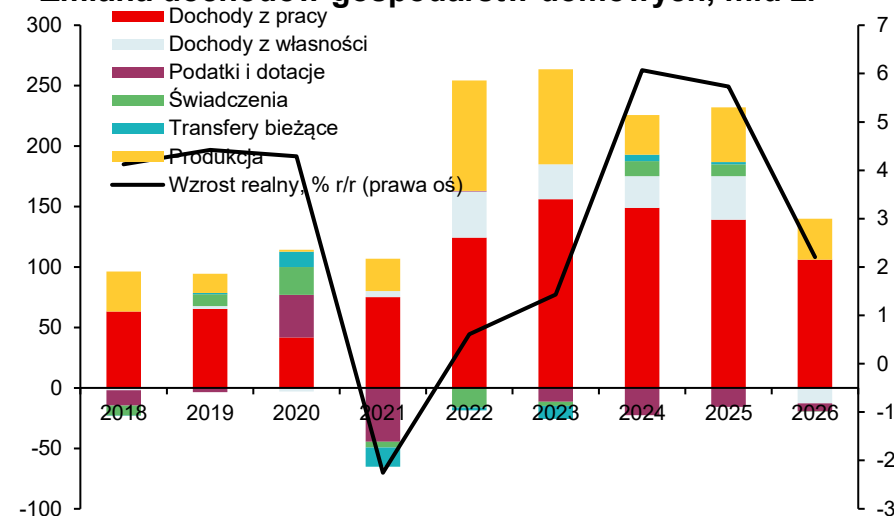
Koniunktura konsumencka, postawa wobec dużych wydatków i oszczędzania



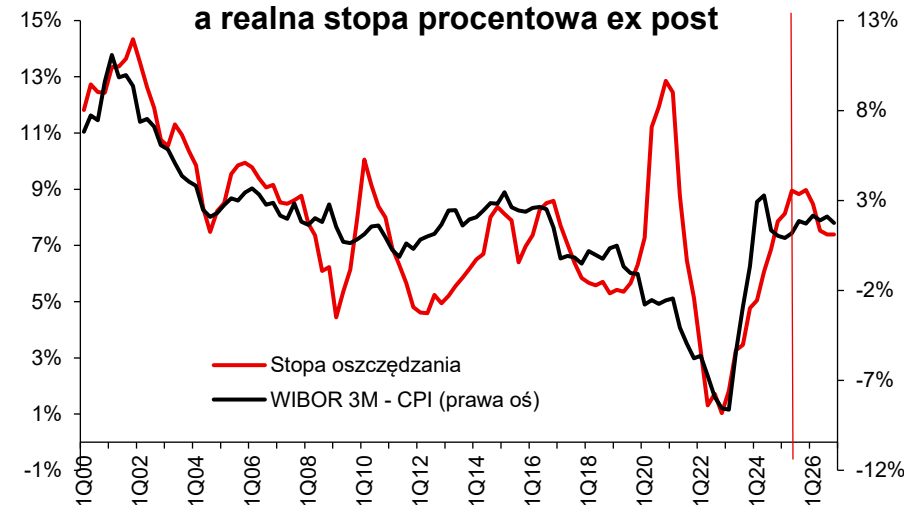
Konsumpcja prywatna a deklarowana postawa wobec wydatków i oszczędzania



Zmiana dochodów gospodarstw domowych, mld zł



Stopa oszczędzania gospodarstw domowych a realna stopa procentowa ex post



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Dalsze pogorszenie salda obrotów bieżących

W 2025 doszło do pogorszenia salda obrotów bieżących, z +0,3% PKB do -1,2% PKB i naszym zdaniem proces ten będzie kontynuowany, a w 2026 r. saldo wyniesie -2,3% PKB.

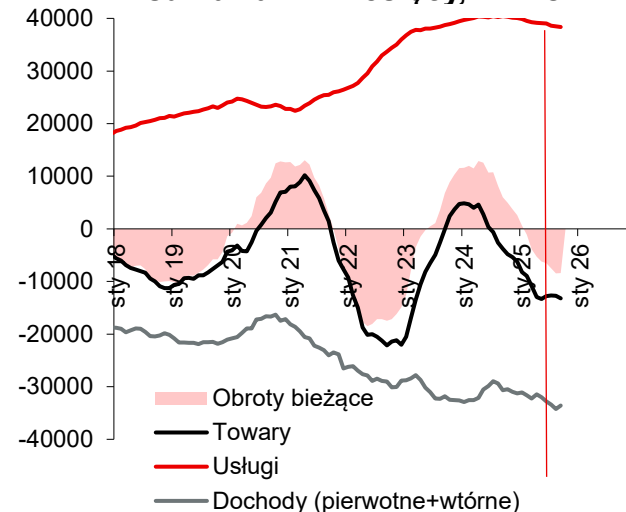
Za pogorszenie salda, zarówno w 2025, jak i w 2026 odpowiedzialne będzie przede wszystkim saldo towarowe. Poprawa eksportu będzie wg nas umiarkowana, utrudniana konkurencją towarów z Chin na rynkach europejskich. Jednocześnie dość silny popyt wewnętrzny wpływa korzystnie na obroty importu.

W 2025 doszło do pogorszenia salda usług, które w zasadzie od lat nieprzerwanie (poza pandemią) poprawiało się. Także w tym przypadku widzimy podobny mechanizm co w handlu towarami, przy czym w grze widoczne są też inne czynniki – rosnący apetyt Polaków na podróże zagraniczne, negatywny wpływ słabej koniunktury europejskiej na eksport polskich usług transportowych.

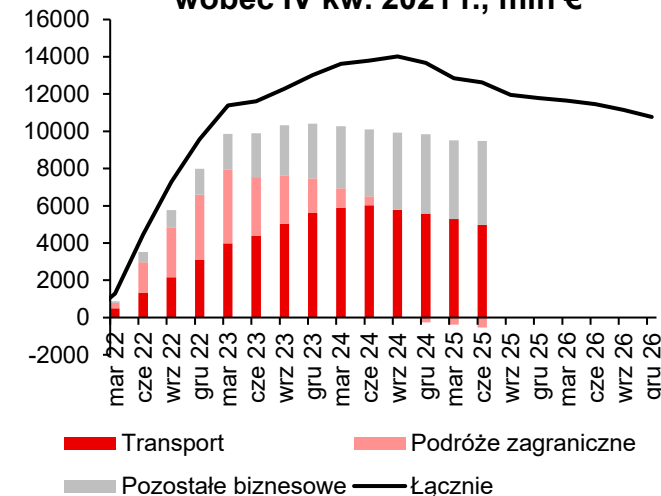
W przypadku dochodów widoczne są poprawiające się dochody zagranicznych inwestorów w Polsce, co jest pokłosiem wysokiego wzrostu PKB w kraju. Negatywny efekt tego czynnika na saldo obrotów bieżących jest łagodzony poprawiającym się saldem wynagrodzeń. Jest to efekt spowolnienia przyjazdów imigrantów do Polski oraz ich reklasyfikacji jako pracowników długotrwałych.

Od kilku kwartałów saldo błędów i opuszczeń utrzymuje się na głębokim minusie. Wprawdzie notowano już większe wartości tego salda, które nigdy nie uległy korekcie, Niemniej uważamy, że taka wartość sugeruje, iż deficyt salda obrotów bieżących może być faktycznie większy niż wynikałoby to z danych NBP. Oznacza to ryzyko korekty danych.

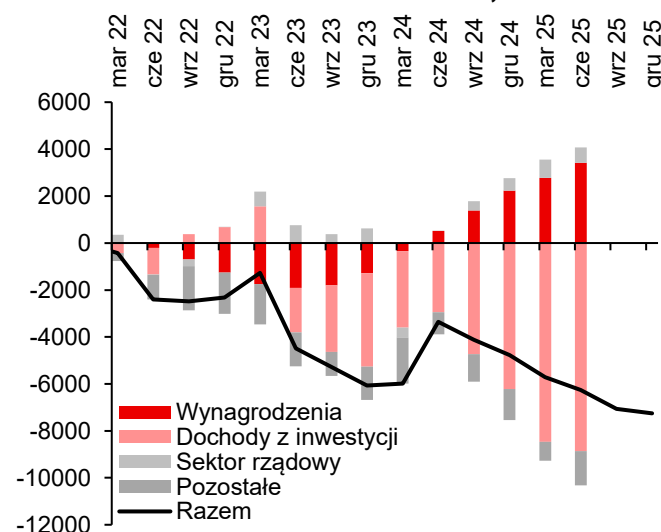
Saldo obrotów bieżących i jego składowe, suma za 12 miesięcy, mln €



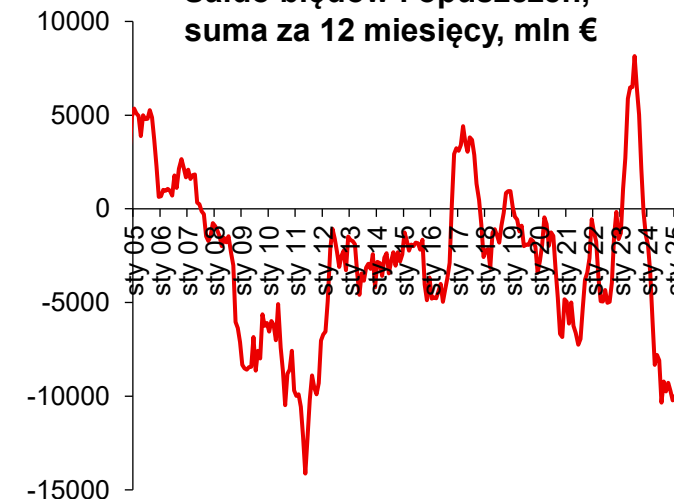
Zmiana rocznego salda usług wobec IV kw. 2021 r., mln €



Zmiana rocznego salda dochodów wobec IV kw. 2021 r., mln €



Saldo błędów i opuszczeń, suma za 12 miesięcy, mln €



Źródło: NBP, Santander

Mniej oszczędności krajowych = większy deficyt zewn.



Saldo nierównowagi zewnętrznej w gospodarce jest tożsame z bilansem wierzytelności/zadłużenia krajowych sektorów instytucjonalnych, odzwierciedlonych w rachunkach niefinansowych.

W ostatnich trzech latach szybko rosnący deficyt sektora publicznego był równoważony pokaźnymi nadwyżkami sektora prywatnego, w efekcie czego saldo nierównowagi zewnętrznej (odzwierciedlone na rachunku bieżącym bilansu płatniczego) pozostawało niemal zrównoważone. Ta sytuacja zaczęła się już zmieniać i naszym zdaniem będzie dalej ewoluować w kierunku coraz większego deficytu krajowych oszczędności.

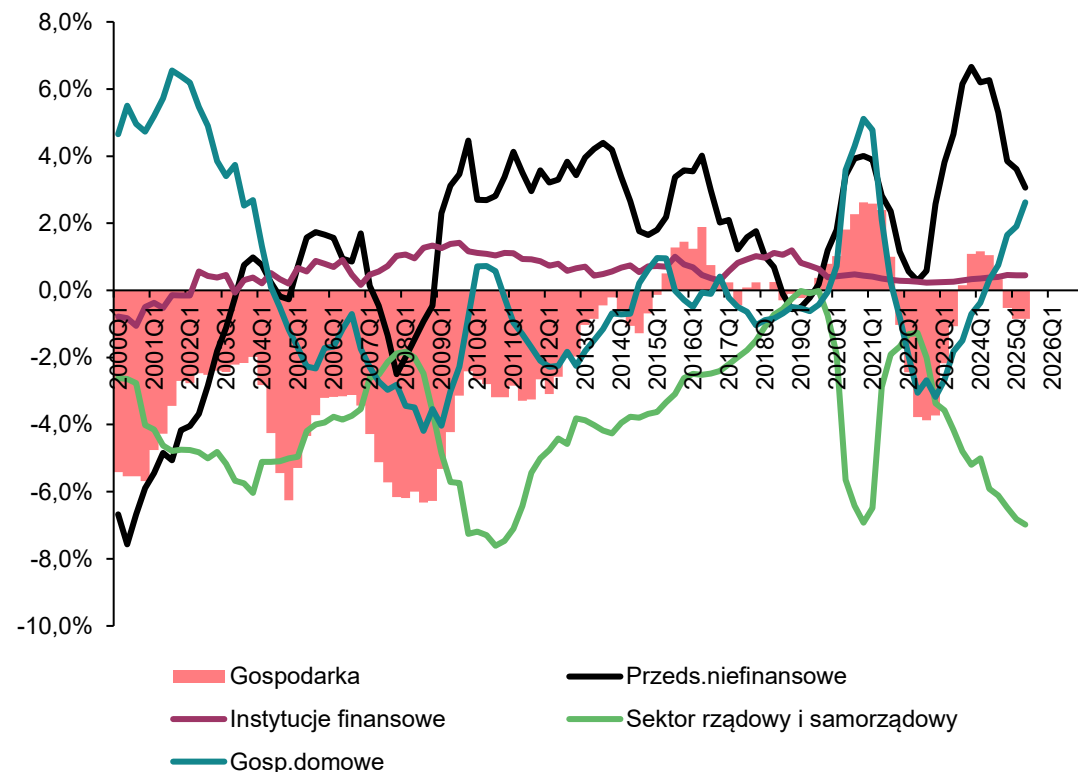
Saldo sektora przedsiębiorstw niefinansowych, które mocno wzrosło w 2023 r. w okresie zapaści inwestycyjnej, od połowy 2024 r. stopniowo się obniża i ta tendencja powinna być kontynuowana w obliczu przewidywanego przez nas dalszego ożywienia w cyklu inwestycyjnym.

Gospodarstwa domowe zbudowały w ostatnich kwartałach wysoką, nietypową jak na ten sektor nadwyżkę oszczędności, charakterystyczną niemal wyłącznie dla okresów wyjątkowej niepewności. Zakładamy, że ten trend się odwróci wraz z normalizacją nastrojów i spadkiem niepewności, w efekcie czego saldo tego sektora będzie się normalizować w stronę strukturalnego zadłużenia.

Deficyt sektora publicznego prawdopodobnie będzie się stabilizował w okolicy 6-7% PKB w obliczu braku politycznej przestrzeni do cięć wydatków / podwyżek podatków, a saldo sektora finansowego zapewne pozostanie stabilne lekko powyżej zera.

W sumie, złoży się to na stopniowe dalsze pogarszanie salda krajowych sektorów instytucjonalnych i wzrost nierównowagi zewnętrznej.

**Wierzytelności/zadłużenie netto sektorów instytucjonalnych
wg rachunków niefinansowych, % PKB**



Źródło: Eurostat, Santander

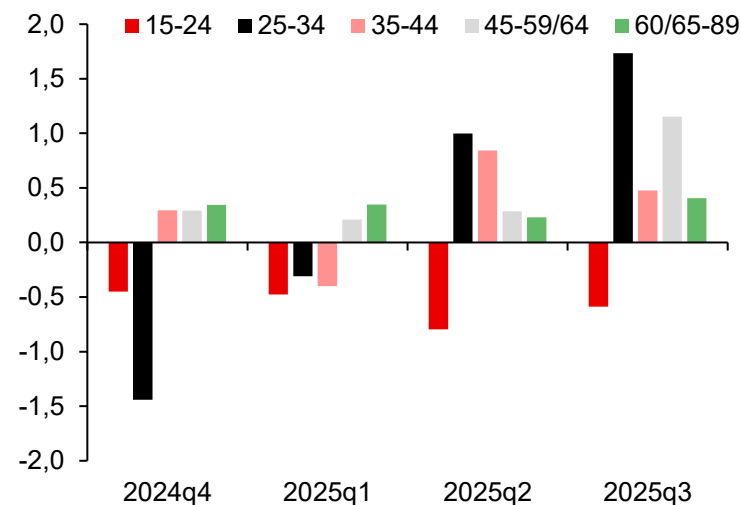
Rekordowa aktywność mimo niekorzystnej demografii



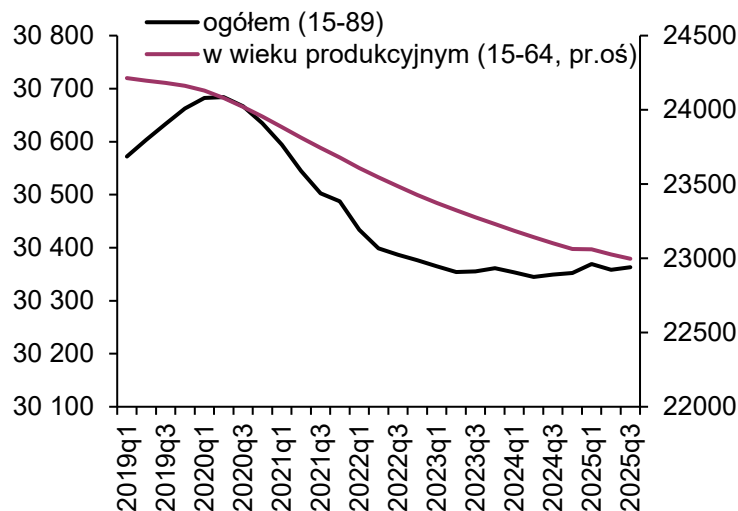
W III kw. 2025 r. całkowita populacja objęta badaniem BAEL, tj. w wieku 15-89 lat, wyniosła 30,363 mln, o 5 tys. mniej niż kwartał wcześniej, ale o 14 tys. więcej niż rok temu. Taka łączna miara maskuje jednak przetasowania, jakie mają miejsce w poszczególnych grupach wieku. W trendzie wzrostowym były nadal najstarsze grupy wieku 45+ (łącznie o prawie 180 tys. r/r), choć też delikatnie odbicie zanotowała najmłodsza grupa 15-24 (+46 tys.). Coraz mniej liczny był środek rozkładu, 25-44 lat, ze spadkiem łącznie o 209 tys. r/r. W rezultacie **ludność w wieku produkcyjnym 15-64 lata cały czas się obniża, w III kw. o ok. 105 tys. r/r.**

Przeciwwagą dla tego zjawiska jest fakt, że stopień aktywności zawodowej stopniowo rośnie. Od kilku lat szczególnie widać to w populacji powyżej 45 r.ż., natomiast w 2025 r. zaczęły wyraźniej poprawiać się współczynniki aktywności zawodowej także w młodszych grupach, dzięki czemu **całkowita podaż pracy nie spadła, wręcz przeciwnie – w III kw. zanotowała najwyższy poziom w historii BAEL – 17,923 mln**, co stanowiło 59,0% populacji objętej badaniem. W wieku produkcyjnym (wg Eurostatu 15-64 lat) aktywnych było 75,7%, o 0,7 pp więcej r/r, a to już więcej niż średnia dla UE i strefy w 2024 r. (75,3%), choć jeszcze dość daleko nam do poziomów notowanych w Islandii (88,6%), Holandii (85,5%) czy nawet w Niemczech (80,2%). Niemniej, widać szansę, że przynajmniej w horyzoncie 2026 r. tendencje demograficzne nie powinny mocno szkodzić rynkowi pracy.

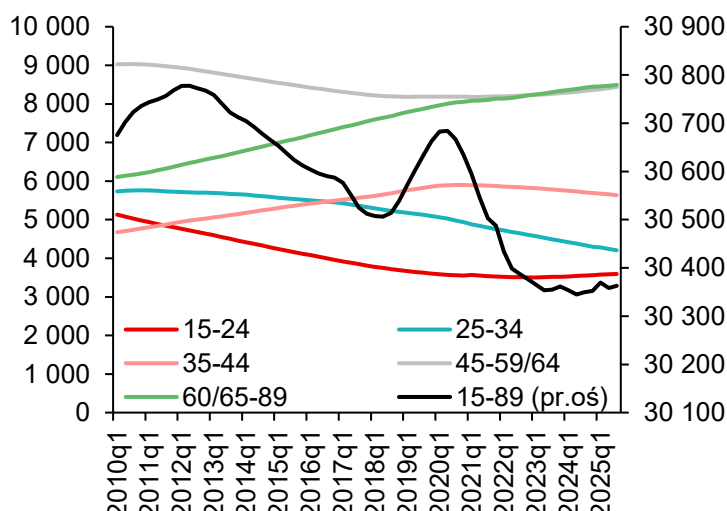
Współczynnik aktywności zawodowej wg grup wiekowych, pp. r/r



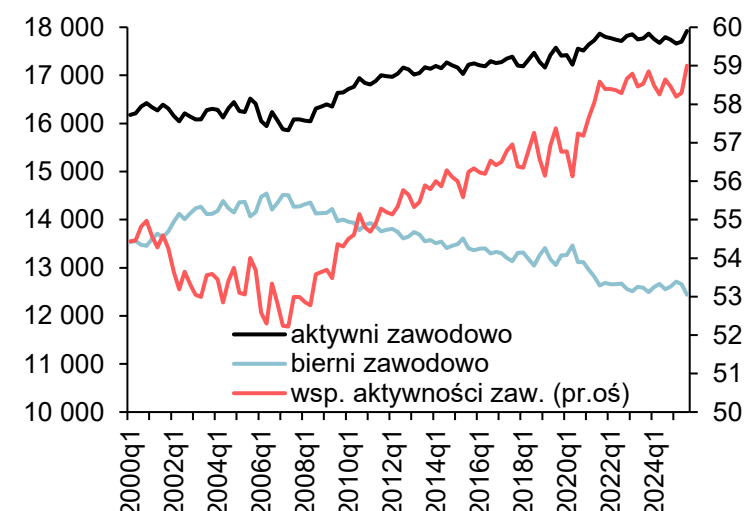
Liczba ludności wg BAEL, tys.



Liczba ludności wg grup wieku, tys.



Aktywność vs bierność zawodowa, tys.



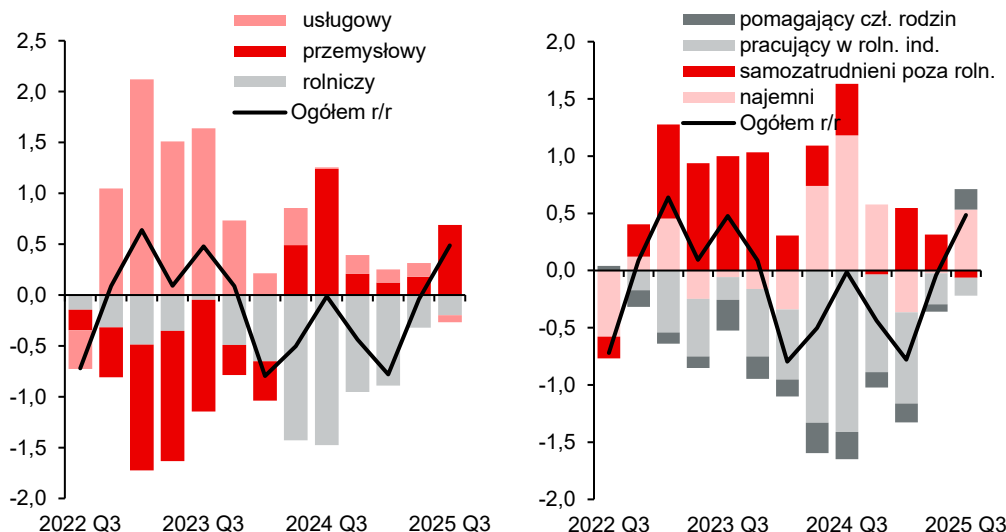


Zatrudnienie na etacie – czas na odbicie

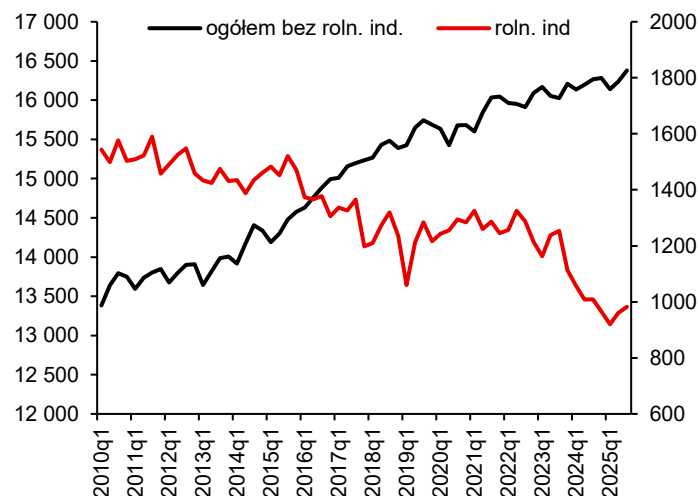
Dane BAEL za III kw. wskazały na wzrost liczby pracujących o 0,5% r/r, po odnotowaniu 0,0% r/r kwartał wcześniej. To **pierwsza dodatnia stopa wzrostu liczby pracujących od IV kw. 2023 r.** Poprawa wynika z wygasania spadków liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym (-2,7% r/r) i wzrostu liczby pracujących najemnie (0,7% r/r). W sektorze przemysłowo-budowlanym wzrost wyniósł 2,3% r/r, a w sektorze usług zanotowano minimalny spadek o 0,1% r/r. Stopa bezrobocia wg BAEL wzrosła z 2,8% do 3,1%, co jednak ma prawdopodobnie głównie sezonowy charakter – nie wiązałibyśmy tego z pogorszeniem sytuacji na rynku, a raczej z opisaną wcześniej rosnącą aktywizacją populacji.

Z kolei dane ze sprawozdań przedsiębiorstw i innych podmiotów zatrudniających co najmniej 10 osób wskazały, że **przeciętne zatrudnienie na umowach pracę skurczyło się w III kw. o 0,3%**, ze spadkiem o 0,1% r/r w sektorze przemysłowo-budowlanym i o 0,4% r/r w usługach. Z kolei w samym sektorze przedsiębiorstw zatrudnienie malało konsekwentnie od początku roku w tempie 0,8-0,9% r/r. Ostatnie trzy miesiące danych (sierpień-październik) pokazały coraz niższe spadki w ujęciu m/m i liczymy na kontynuację tej passy. **Dotychczas spadki zatrudnienia etatowego były w gospodarce rekompensowane wzrostami pracy na umowach cywilnoprawnych i samozatrudnieniem**, co częściowo mogło być optymalizacją kosztową firm w obliczu rosnących kosztów energii z jednej strony i kosztów pracy (płacy minimalnej) z drugiej. Pewną rolę mogła też odegrać w tym zakresie większa elastyczność wymagana przez pracowników, w tym preferowanie pracy zdalnej. W III kw. w BAEL samozatrudnienie miało ujemny wkład do liczby pracujących, a praca najemna była głównym motorem wzrostu. Naszym zdaniem **2026 r. powinien przynieść stopniową odbudowę zatrudnienia na umowach o pracę** przy mniejszych wzrostach pozostałych form zatrudnienia.

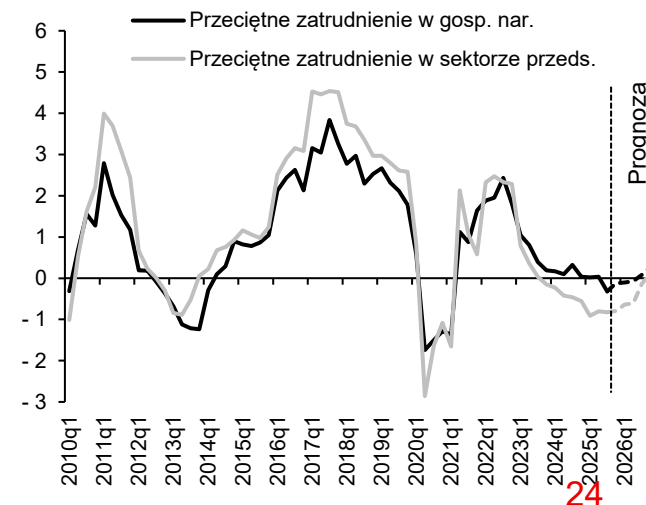
Pracujący wg BAEL – wg sektorów oraz wg formy świadczenia pracy, % r/r



Pracujący wg BAEL – w rolnictwie i poza rolnictwem, tys.



Przeciętne zatrudnienie, % r/r



Stagnacja wakatów ogranicza wzrost zatrudnienia – czekamy na odwilż



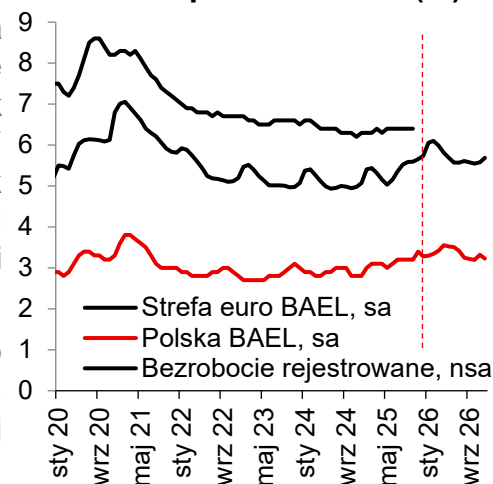
Od czerwca 2025 r., gdy weszła w życie reforma funkcjonowania urzędów pracy, statystyki dotyczące liczby ofert pracy w urzędach nie dają naszym zdaniem miarodajnej informacji o stanie rynku. **Liczba ofert drastycznie się obniżyła i do tej pory pozostaje o 50-60% niższa niż rok wcześniej.** Różne indeksy mierzące natężenie ofert pracy w Internecie nie dają jednoznacznych wniosków, jednak dochodzimy do wniosku, że poziom wakatów w Polsce trwa od dłuższego czasu w stagnacji. W prowadzonym przez nas monitoringu portalu pracuj.pl, **liczba ofert pracy wzrosła dla stanowisk wysoce wydajnych, czego nie można powiedzieć o wakatach dla pracowników fizycznych i osób nisko wykwalifikowanych,** dla których większym problemem może być uzyskanie wartości dodanej przekraczającej koszt pracodawcy.

Wg cyklicznego badania CBOS od roku **narasta wśród respondentów poczucie, że trudno znaleźć jakąkolwiek pracę.** Jednocześnie ubywa wskazań, że praca dopasowana do własnych preferencji i kwalifikacji jest na wyciągnięcie ręki. Wszystko to znajduje odbicie w stosunkowo niskiej liczbie wakatów, która wynika być może z mieszanki czynników: mocnego wzrostu kosztów pracy, niepewności prowadzenia firmy ze względu na ryzyka (geo)polityczne, słabszą koniunkturę globalną.

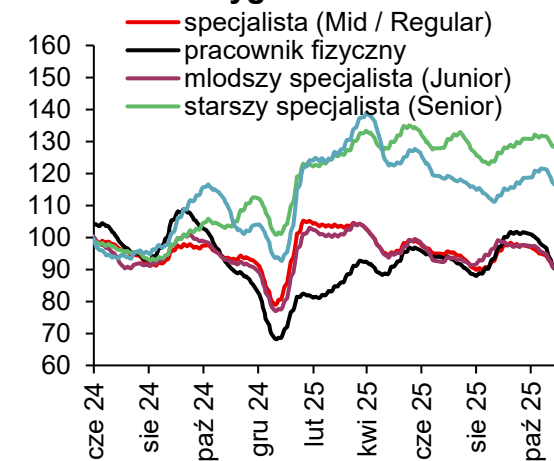
Jednocześnie, cały czas bezrobocie utrzymuje się na rekordowo niskich poziomach. **Polska nadal ma jedną z najniższych stóp bezrobocia w UE,** co zmusza pracodawców do wybierania z puli bezrobotnych trzy razy mniejszej niż w okresie ożywienia po globalnym kryzysie finansowym. W małym kraju unijnym proporcje między zasobem wolnej siły roboczej w porównaniu z poprzednimi cyklami koniunkturalnymi są tak niekorzystne jak w Polsce. Wsparciem z punktu widzenia firmy pozostają napływający cudzoziemcy, z ponownie nasilonym w ostatnich miesiącach wzrostem liczby zarejestrowanych w ZUS Ukraińców.

Przy obecnym i oczekiwanym przez nas tempie wzrostu PKB, siła polskiej koniunktury powinna generować o wiele więcej miejsc pracy. W poprzednich cyklach gospodarczych ruchy na rynku pracy przychodziły ze sporym opóźnieniem względem odbicia gospodarczego. Przez analogię **należałoby się spodziewać ożywienia popytu na pracę w 2026 r.** Dodatkowa sposobność to stosunkowo mała podwyżka płacy minimalnej w przyszłym roku, utrzymująca realną płacę minimalną na niemal niezmiennym poziomie. Towarzyszący rosnącej gospodarce **wzrost wydajności pracy powinien doprowadzić do odbicia w liczbie ofert pracy.**

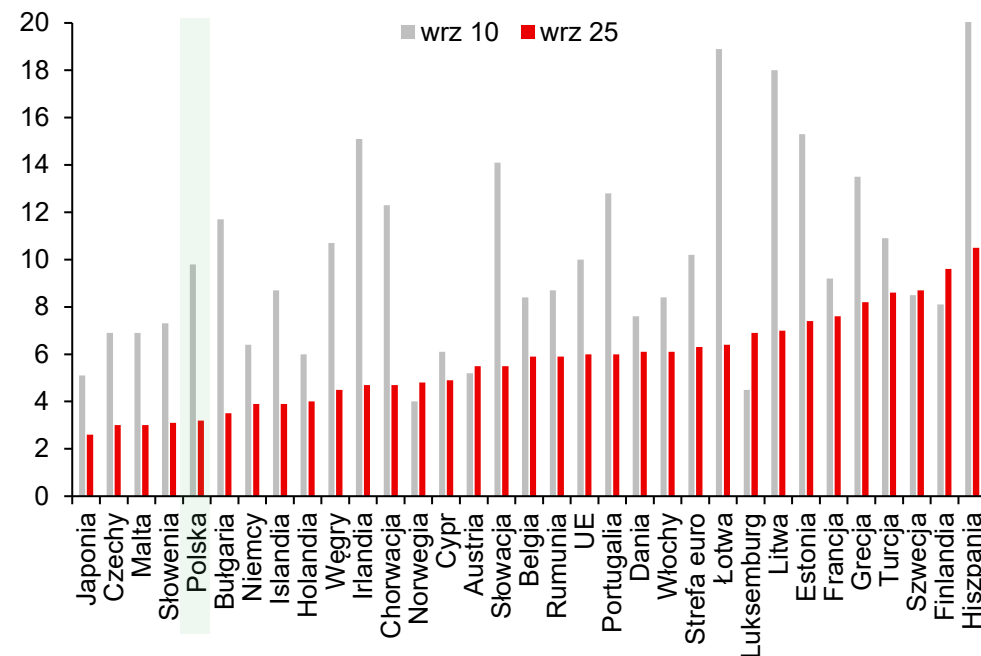
Stopa bezrobocia (%)



Ogłoszenia na pracuj.pl, cze'24=100, wygładzone



Stopa bezrobocia BAEŁ teraz i 15 lat temu, %





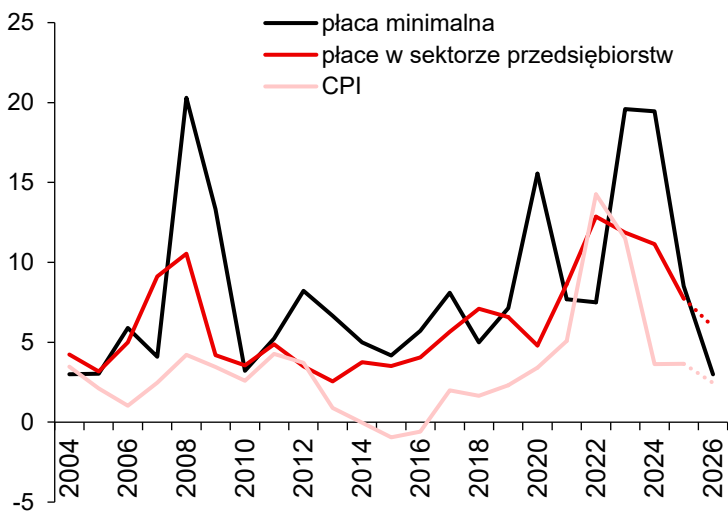
Płaca minimalna hamuje, choć na wysokim pułapie

Kilka lat z rzędu wysokich podwyżek płacy minimalnej sprawiły, że wzrosła ona znacznie bardziej niż przeciętne płace w gospodarce, wystawiając na próbę przedsiębiorców mierzących się z presją kosztową. Niski 3-procentowy wzrost od 1 stycznia 2026 r. jest odbierany przez firmy z ulgą, jednak nie można go zupełnie bagatelizować, ponieważ odbywa się od bardzo wysokiej bazy. Dane z badania struktury wynagrodzeń wg zawodów GUS dają przesłanki za tezą, że w latach, gdy płaca minimalna rośnie wolniej niż cały rynek, zmniejsza się też odsetek pracowników otrzymujących najniższą pensję. Innymi słowy, część z nich dostaje podwyżkę umożliwiającą ucieczkę z grona najmniej zarabiających. Wynika z tego, że średnio rzecz biorąc płaca minimalna nie będzie generować w przyszłym roku presji płacowej, a raczej będzie czynnikiem obniżającym ogólną dynamikę płac.

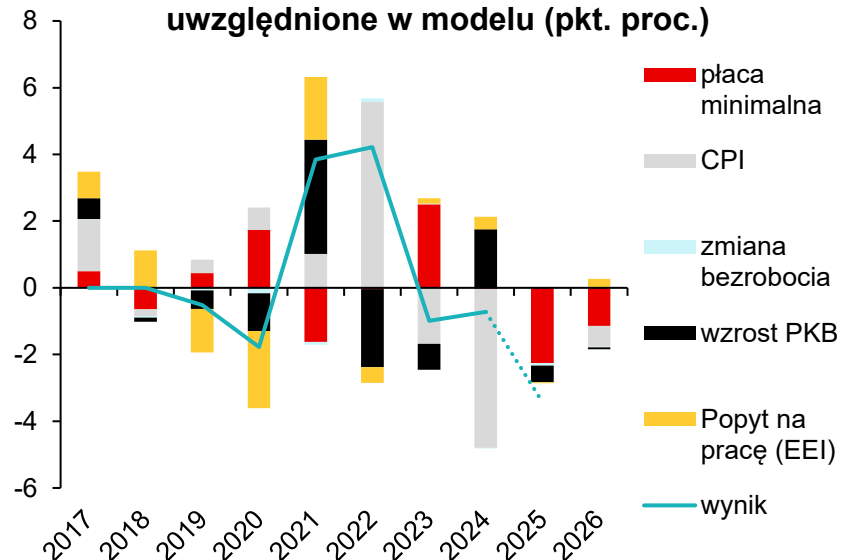
Nasz model ekonometryczny wpływu płacy minimalnej (PM) na zachowanie przeciętnej płacy wskazuje, że tak w 2025 jak i 2026 r. niższe tempo wzrostu PM będzie główną siłą hamującą płace rynkowe. Wg modelu w przyszłym roku ma się dokonać wyhamowanie płac o 1,6 pkt. proc. (czyli w okolice 6% r/r) z czego za 1,1 pkt. proc. odpowiadać będzie stosunkowo wolno rosnąca PM.

Oprócz PM model może przypisać zmianę dynamiki płac zmianie tempa wzrostu PKB, zmianie inflacji oraz warunkom popytowo-podażowym panującym na rynku pracy, a opisanym przez dwie zmienne: ogólny wskaźnik zatrudnienia EEI z badania ESI oraz odchylenie stopy bezrobocia od jej czteroletniej średniej. Model dość dobrze poradził sobie z przewidzeniem skali przyspieszenia płac w 2021 i 2022 r., za to nie poradził sobie z uporczywością dynamiki płac zarejestrowaną w 2024 r., licząc na dużo silniejszy efekt wyraźnego spadku inflacji.

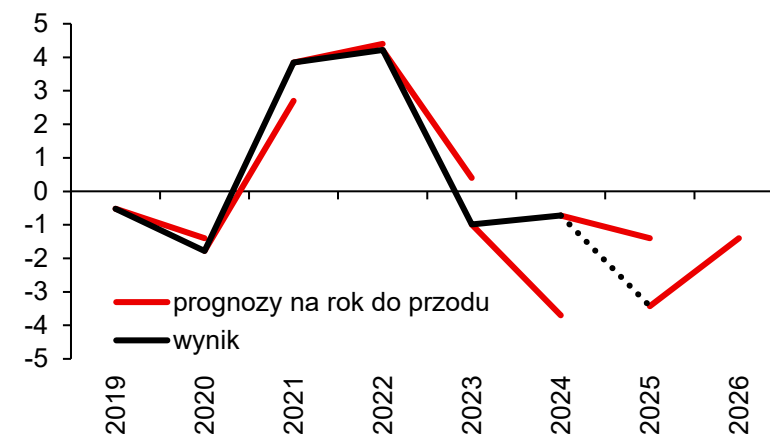
Płaca minimalna a wzrost płac i CPI, % r/r



Rozbicie zmiany dynamiki płac na czynniki uwzględnione w modelu (pkt. proc.)



Zmiana dynamiki płac (pkt. proc.), skuteczność prognoz z modelu



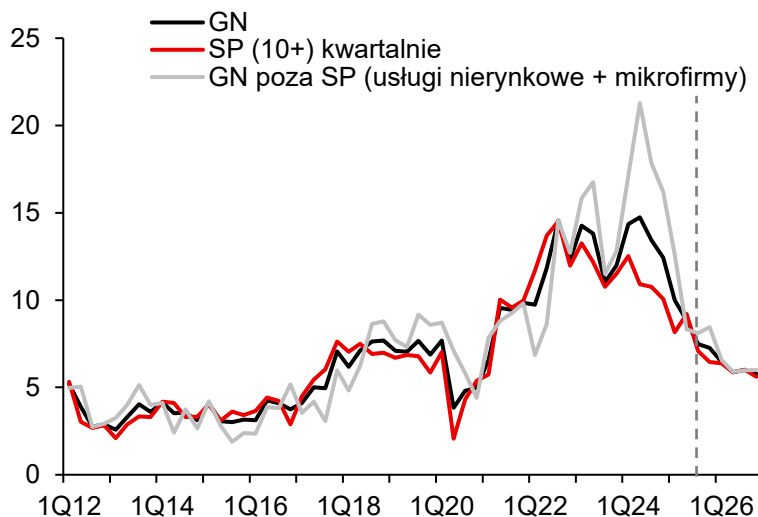
Wynagrodzenia będą spowalniać do 6% r/r

Wzrost przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w III kw. br. spowolnił do 7,5% r/r z 8,8% r/r w II kw. Wynik był niższy niż nasza prognoza (7,9% r/r) i niż założony w listopadowej projekcji NBP (8,2% r/r). W ramach całej gospodarki dynamika w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się z 9,2% do 7,1% r/r, a w pozostałej części gospodarki (w usługach nierynkowych oraz w mikrofirmach), wg naszych szacunków, z 8,3% do 8,1%. Dane branżowe potwierdziły, że **niemal całkowicie za spowolnienie wzrostu całej gospodarki odpowiadał tym razem sam sektor przedsiębiorstw**. W administracji publicznej nastąpiło przyspieszenie z 6,2% do 9,3% r/r, w edukacji dynamika pozostała na 6,9% r/r, a w ochronie zdrowia obniżyła się, ale pozostała bardzo wysoka: z 15,4 do 12,1% r/r. W ujęciu odsezonowanym płace w III kw. wzrosły o 1,9% kw/kw, podobnie jak kwartał wcześniej (1,8%). Jest to nadal dość wysokie tempo wzrostu i spodziewamy się stopniowego spowalniania w kolejnych okresach.

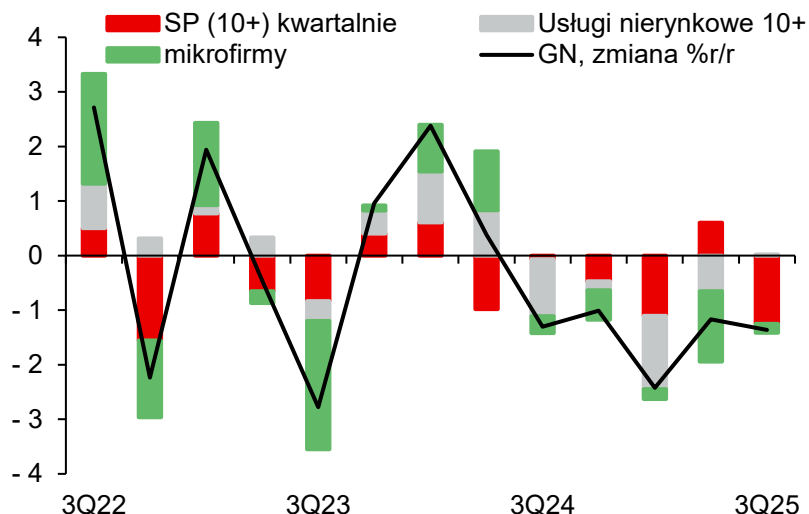
W kierunku mniejszej niż dotychczas presji płacowej będzie oddziaływać przede wszystkim niższa inflacja i niewielka podwyżka płacy minimalnej. Z kolei przesadnemu obniżeniu presji będzie przeciwdziałać relatywnie wysoki wzrost gospodarczy i niskie bezrobocie dające wysoką pozycję negocjacyjną pracownikowi.

W rezultacie tempo wzrostu płac, także ze względu na wysoką bazę odniesienia z 2025 r., będzie powoli się obniżać. **Pod koniec 2026 r. roczna dynamika płac w całej gospodarce znajdzie się naszym zdaniem w okolicy 6%.** Przy prognozowanym przez nas wzroście gospodarczym sprowadzi to dynamikę jednostkowych kosztów pracy do ok. 2% r/r na koniec 2026 r.

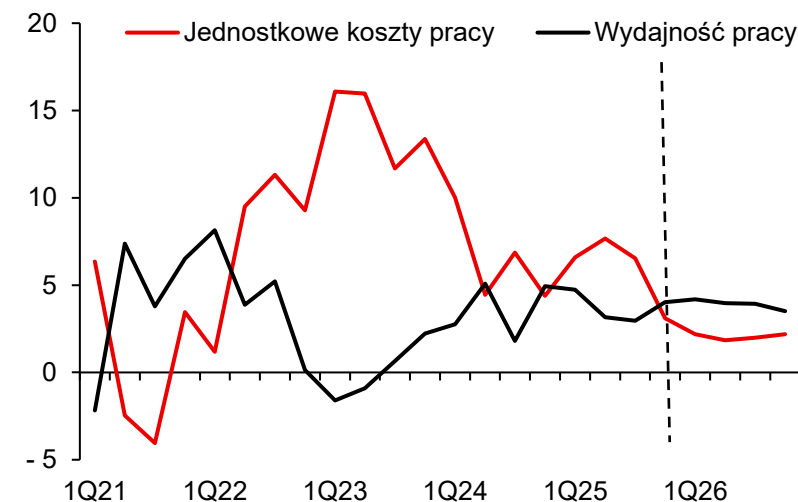
Dynamika wynagrodzeń, % r/r



Wkłady do zmiany dynamiki płac, pkt. proc. r/r



ULC i wydajność pracy, % r/r



Oznaczenia na wykresie: GN – gospodarka narodowa, pełna zbiorowość; SP – sektor przedsiębiorstw, firmy 10+, usługi nierynkowe – branże nieobjęte definicją sektora przedsiębiorstw, w szczeg. administracja publiczna, edukacja, ochrona zdrowia



Marże na zakręcie

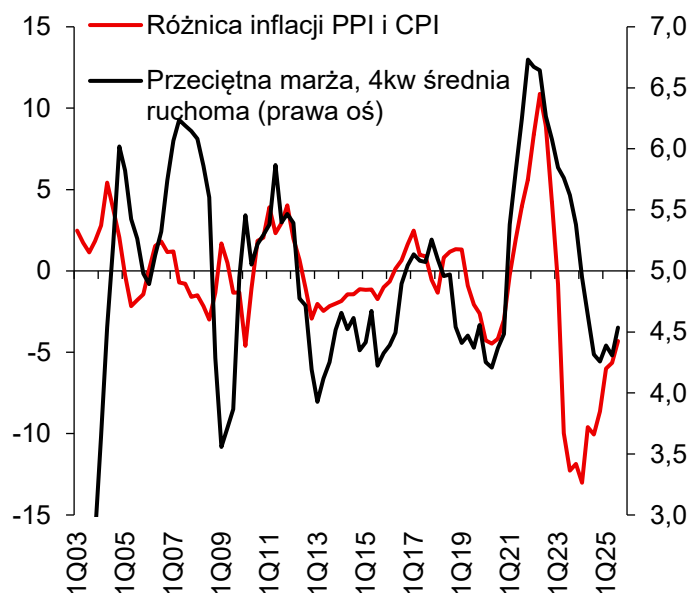
Na bazie zachowania marż w sektorach nastawionych na konsumenta można uznać, że **gospodarstwa domowe stały się już wrażliwsze na ceny** lub/i nasiliła się konkurencja. Wyjątkiem jest odzież i elektronika. **W handlu detalicznym marże ustabilizowały się na poziomach poniżej tych z lat 2018-2019.**

Niektóre sektory działające w B2B już odbudowują marże (produkcja środków transportu, w tym aut, choć kosztem presji na marże dealerów), w innych warunki rynkowe na to nie pozwalają (papier, drewno, urządzenia elektryczne – prawdopodobnie przez konkurencyjny import).

Ostatnie raporty PMI wspominają o utrzymującej się słabości popytu, stwarzającej presję w dół na marże. Jednak **w skali całej gospodarki można mówić o początku odbicia marż**. Proces wygląda na powolny i jako taki nie powinien generować w najbliższych kwartałach presji cenowej.

Sytuacja wymaga jednak monitorowania. Tzw. problem ostatniej mili, mogący wystąpić na końcowym etapie zbijania wysokiej inflacji, jest związany z odbudową marż w sprzyjających warunkach popytowych i wobec przyzwyczajenia klientów do podwyżek cen.

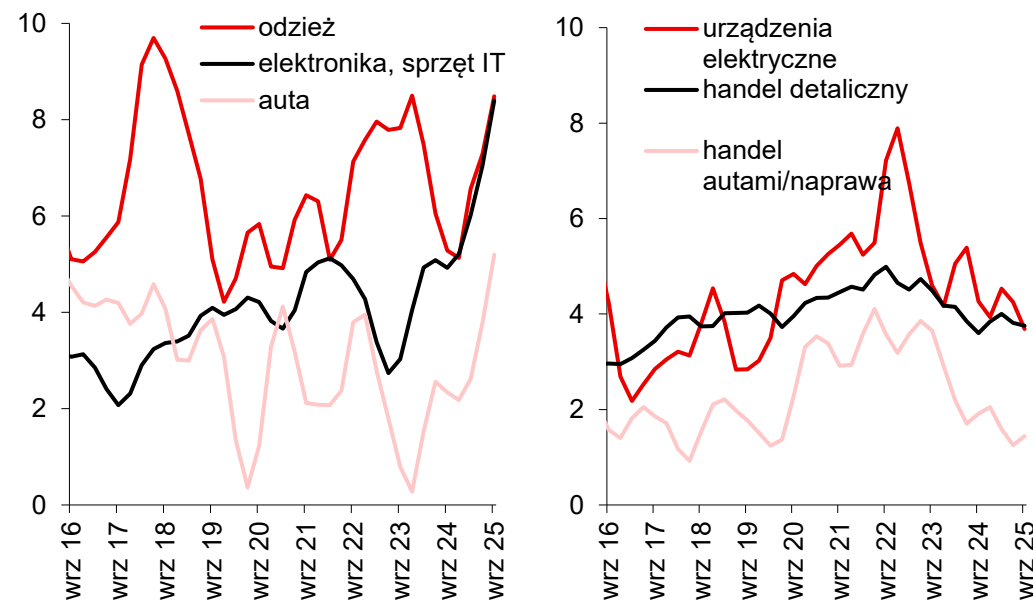
Marże przedsiębiorstw a zachowanie inflacji



Udział zyskownych firm, %



Marże w wybranych sektorach, trend + składnik cykliczny, %





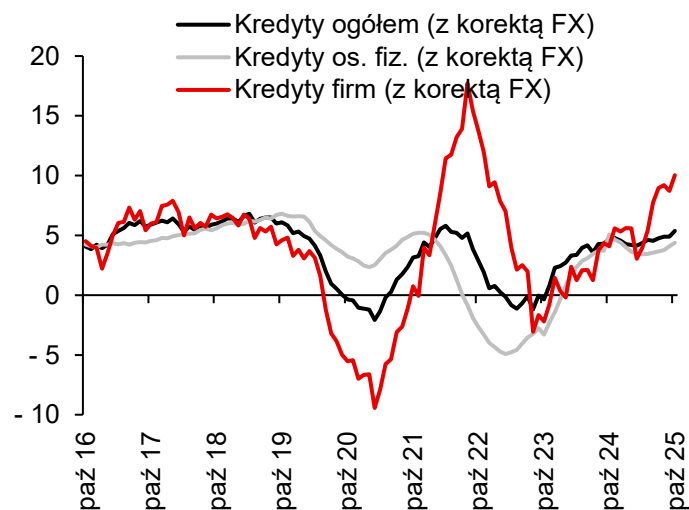
Kredytowe ożywienie (konsumenta)

Na rynku kredytu skierowanego do osób fizycznych (hipoteki, konsumpcyjne) od kilku kwartałów widoczne jest wyraźne ożywienie, czemu sprzyja dobra koniunktura w kraju oraz spadek stóp procentowych. **Sprzedaż kredytów mieszkaniowych w październiku osiągnęła prawie 10,0 mld zł, a w ujęciu 12-miesięcznym pokazała 92,6 mld zł**, tj. najwyższy poziom w historii, przewyższając już zeszłoroczne maksimum osiągnięte w warunkach realizacji programu „Bezpieczny Kredyt 2%”.

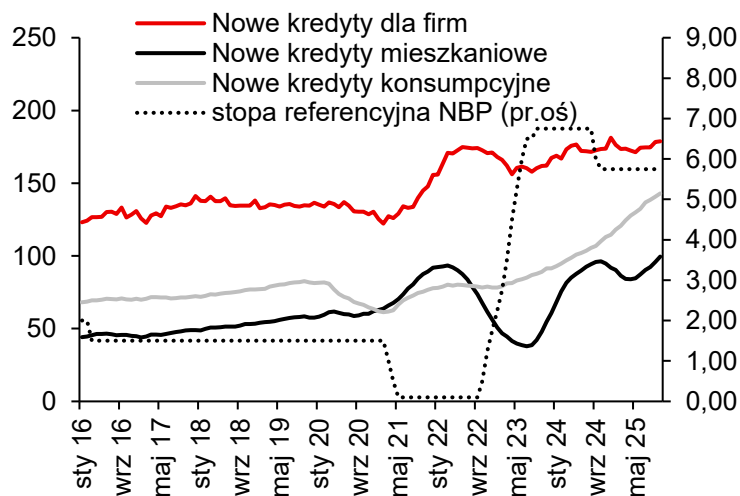
Wartość nowych kredytów konsumpcyjnych rozpędza się jeszcze bardziej i po wzroście o 10,7% r/r osiągnęła prawie 143 mld zł rocznie. Znacznie wolniej rośnie całkowity wolumen tych obydwu rodzaju kredytów, ponieważ równolegle rośnie stopa ich spłaty, co zbija tempo wzrostu. **Odwrotna sytuacja jest w przypadku kredytów dla firm** – te notują imponujące przyspieszenie wolumenu kredytów, co jednak w dużym stopniu wynika z malejącej stopy spłat, natomiast nowe kredyty są na razie dość stabilne.

Od 2022 r. wysoka inflacja i silny wzrost cen mieszkań w dużym stopniu napompowały nominalne wartości rynku, co na pierwszy rzut oka daje wrażenie, że rynek kredytowy jest dużo silniejszy niż kilka wstecz. **Po urealnieniu danych** widzimy, że sprzedaż kredytów korporacyjnych jest na niższym poziomie niż przed pandemią, kredyty konsumpcyjne dopiero w 2025 r. przebiły poziom z 2019 r., a mieszkaniowe są na dobrej drodze do historycznych maksimów, jednak realnie w 2021 r. były znacznie wyżej niż teraz. Napływające środki unijne i potwierdzone przez ostatnie dane wzrosty inwestycji mają szansę wspomóc dynamikę kredytu dla firm, a niższe stopy procentowe i wyhamowanie wzrostów cen mieszkań będą wspierać wzrost kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych – przynajmniej dopóki boom popytowy nie spowoduje ponownych podwyżek cen ofertowych. Dlatego **spodziewamy się wzrostu całego wolumenu segmentu kredytów firmowych o 7-8% w 2026 r., przy 6-7% wzroście kredytów os. fizycznych**. Ożywienia nie widać w pozostałych kredytach, tj. dla rolników, przedsiębiorców indywidualnych i sektora instytucjonalnego, co będzie nieco zaniżało dynamikę całej kategorii kredytów.

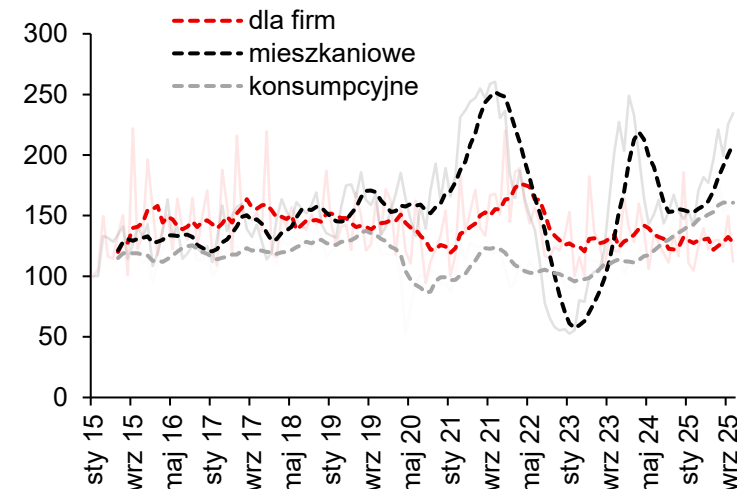
Wolumen kredytów, % r/r



Nowe kredyty, sumy 12-mies. (mld zł)



Indeks wartości nowych kredytów, realnie* (sty2015=100)



* Trendy 6-mies. śr. ruch., w tle ciągłą linią dane źródłowe; urealnione wg CPI, za wyjątkiem kredytów mieszkaniowych deflowanych indeksem cen nieruchomości

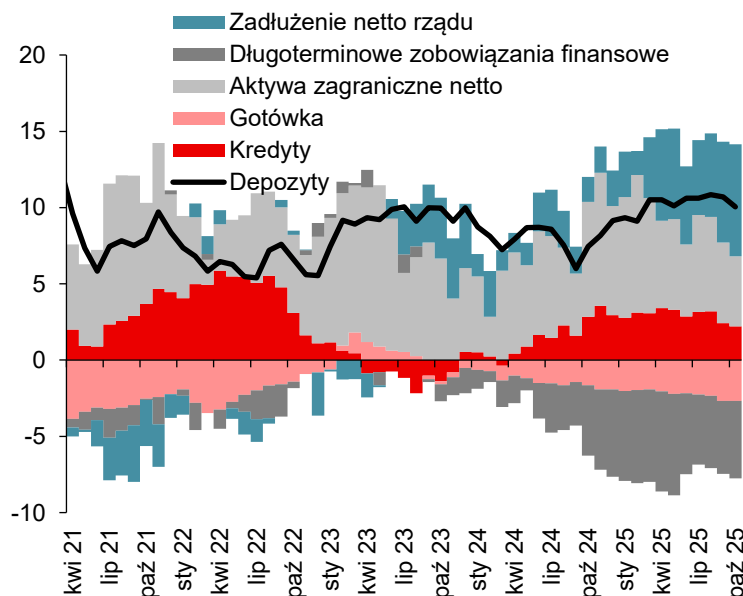


Intensywny wzrost depozytów

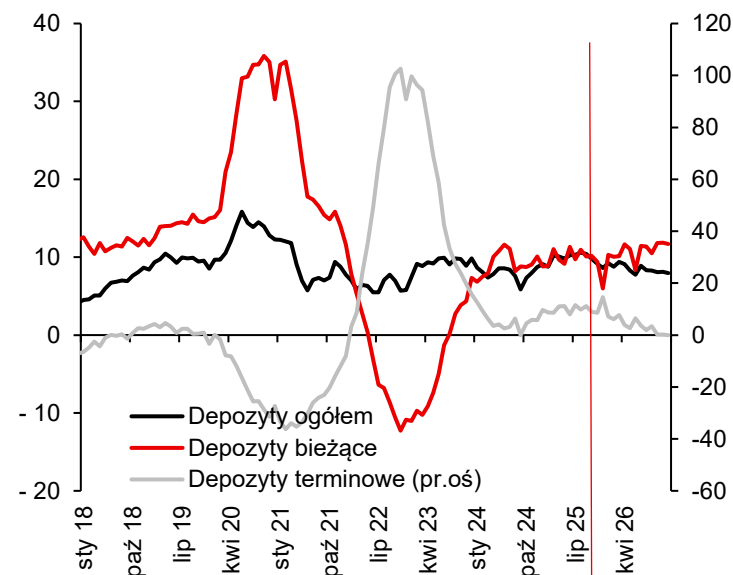
W 2025 r. tempo wzrostu depozytów oscylowało w okolicy 10% r/r i było wyraźnie szybsze od wzrostu kredytów (5% r/r). Wynikało to przede wszystkim z mocnego wzrostu aktywów zagranicznych netto w systemie bankowym, co wiążemy z napływem środków unijnych i wzrostem aktywów rezerwowych NBP, oraz z zakupów obligacji skarbowych przez sektor bankowy, co z kolei jest pokłosiem luźnej polityki fiskalnej oraz wysokiej podaży obligacji skarbowych. Zakładamy, że obydwa te czynniki nadal będą działały na podaż pieniądza w 2026 r., choć wzrost deficytu obrotów bieżących może ujemnie wpłynąć na tempo wzrostu aktywów zagranicznych netto. **Wzrost wolumenów depozytów będzie zatem nadal szybszy niż wzrost kredytów, choć różnica stóp wzrostu może nieco się obniżyć i naszym zdaniem depozyty urosną o ok. 8% przy wzroście kredytów o ok. 6%.**

Spadek stóp procentowych, a przez to atrakcyjności depozytów terminowych wobec bieżących, będzie naszym zdaniem sprzyjał **spowolnieniu wzrostu wolumenu depozytów terminowych wobec bieżących.**

Wzrost depozytów, dekompozycja, % r/r



Depozyty wg rodzaju, % r/r

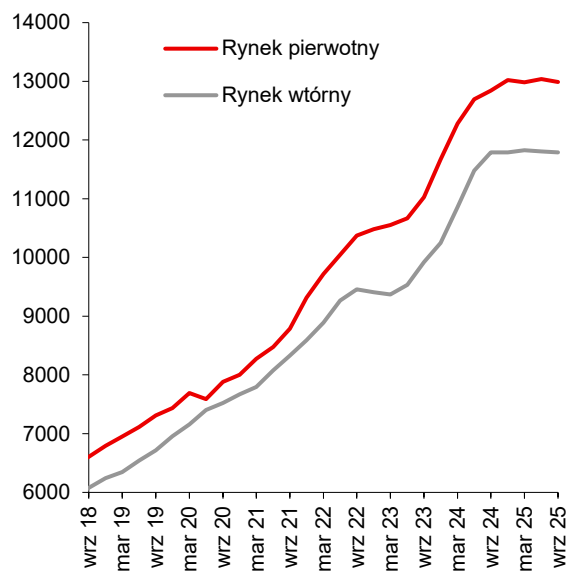




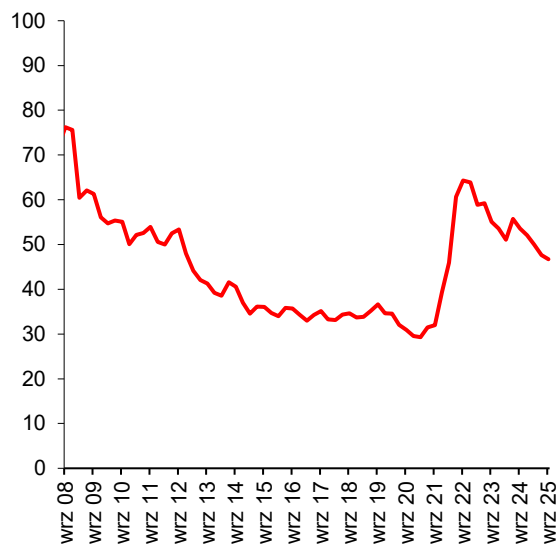
Rynek mieszkaniowy: ceny stabilne, popyt rośnie

Pomimo rosnącego popytu na kredyty mieszkaniowe, ceny na rynku stabilizują się od około roku. Wg danych NBP, w III kw. w Warszawie ceny były nawet niższe niż rok wcześniej na rynku pierwotnym, wtórnym i wg indeksu hedonicznego (uwzględniającego różnice w charakterystyce mieszkań). Przy ciągłym wzroście płac oraz spadku oprocentowania kredytów oznacza to wyraźny wzrost dostępności finansowej mieszkań, co jest jednym z czynników stojącym za wzrostem popytu. Dlaczego umocnienie popytu nie przełożyło się na wzrost cen mieszkań? Naszym zdaniem ze względu na dwa główne czynniki: nowelizacja ustawy deweloperskiej, która zmusiła deweloperów do publikowania cen, co ograniczyło asymetrię informacji na korzyść konsumentów, oraz wciąż duży nawis podaży. W sześciu największych miastach liczba mieszkań w ofercie przekroczyła 60 tys. i była najwyższa od kiedy mamy porównywalne dane (2007 r.). Mimo wzrostu sprzedaży, średni teoretyczny czas wyprzedaży ofert przekracza pół roku i jest najdłuższy od 2013 r. Jednocześnie deweloperzy zaczęli mocno ograniczać nową aktywność budowlaną. **Za kilka kwartałów popyt może znowu przeważać podaż i wtedy ceny ruszą w górę.**

Ceny mieszkań
w 17 największych miastach, zł/m²



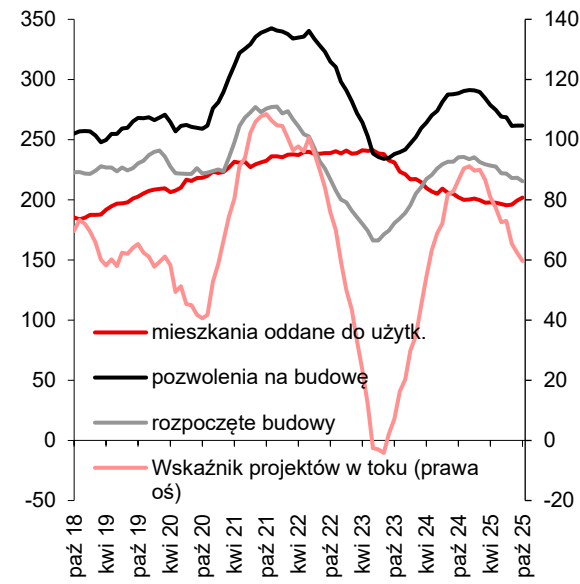
Rata kredytu na mieszkanie 60 m² jako
% przeciętnego wynagrodzenia



Rynek pierwotny
w 6 największych miastach



Aktywność na rynku mieszkaniowym,
tys., sumy za 12 miesięcy



Inflacja: 2026 w celu

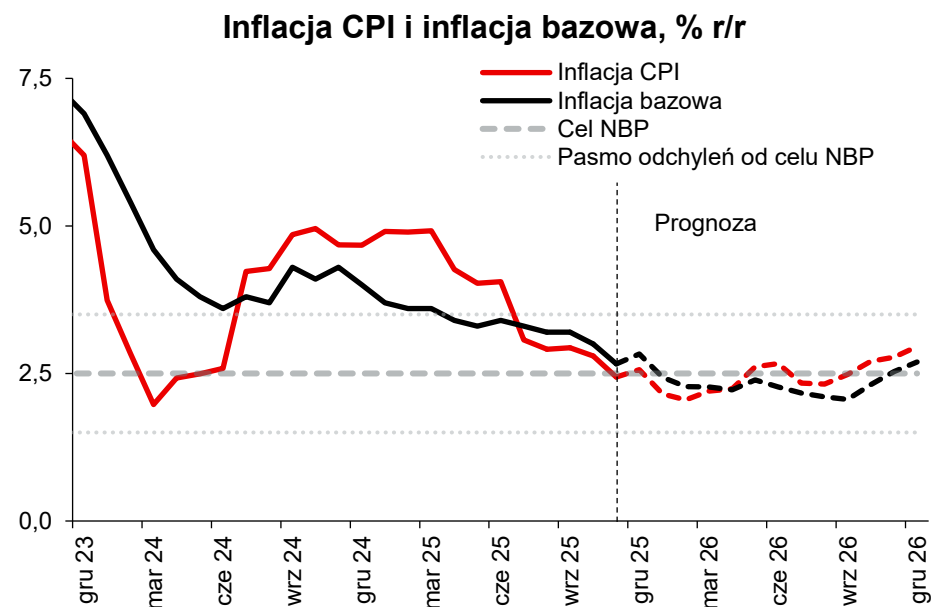
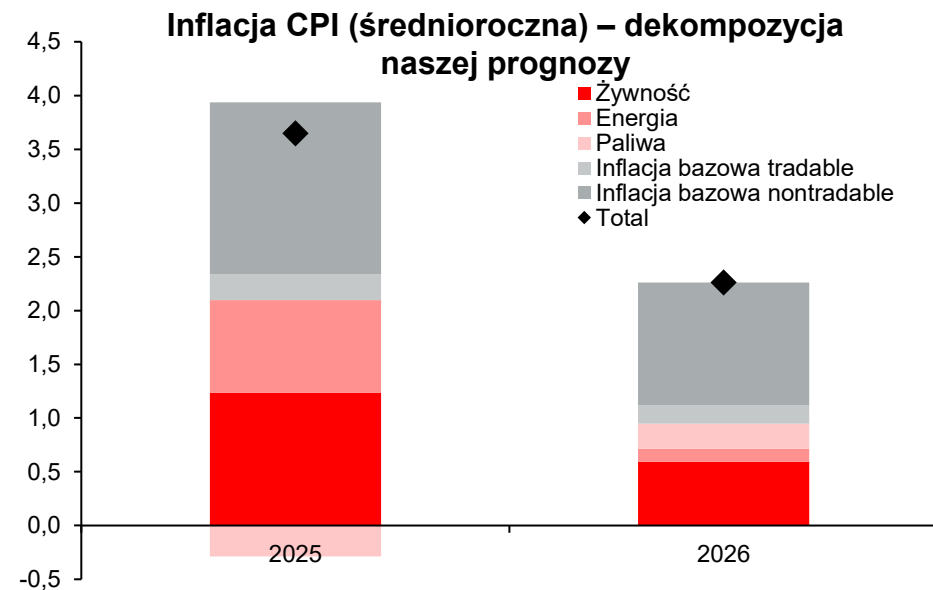
Tempo dezinflacji w 2025 r. było wyraźnie większe niż zakładaliśmy, na co złożył się szereg czynników, m.in. mocny kurs złotego, szczególnie wobec dolara, spadające ceny surowców energetycznych, dobre krajowe zbiory w rolnictwie przekładające się na hamowanie cen żywności, a także import deflacji z Chin (zob. [str. 36](#)). W ostatnich miesiącach pomogło też wyhamowanie cen usług. W związku z tym 2025 r. prawdopodobnie zamknie się inflacją CPI na poziomie 2,6%, podczas gdy jeszcze parę miesięcy temu, zakładaliśmy, że będzie to nieco powyżej 3%.

Większość z tych czynników powinna nadal sprzyjać dezinflacji w najbliższych miesiącach, w efekcie czego spodziewamy się zejścia dynamiki CPI poniżej 2,5% r/r w I półroczu 2026. Niemniej, z czasem do głosu powinny dochodzić też czynniki mniej sprzyjające dezinflacji: ożywienie gospodarcze z dużą skalą wzrostu inwestycji, wzrost popytu na pracę, wpływ dokonanych już obniżek stóp procentowych i łagodnej polityki fiskalnej. Globalna presja dezinflacyjna może tracić na sile m.in. w związku ze wzrostem cen metali przemysłowych i metali ziem rzadkich, półprzewodników i kości pamięci (efekt boomu AI), działań administracyjnych na rzecz ochrony konkurencyjności i miejsc pracy w europejskim przemyśle (zniesienie zwolnień celnych dla małych przesyłek, graniczna opłata węglowa CBAM). Widzimy też ryzyko umocnienia dolara, co osłabiałoby dezinflacyjny kanał kursowy.

Nie zakładamy wprowadzenia zaproponowanych przez rząd podwyżek stawek akcyzy na alkohol i tytoń oraz podatku cukrowego i handlowego z racji prawdopodobnego weta prezydenta, ale z początkiem roku wejdą w życie m.in. podwyżki opłat za wodę i ścieki, opłata reprograficzna, wyższe opłaty drogowe.

Zakładamy, że w przyszłym roku inflacja CPI wyniesie średnio 2,5%, w tym na koniec roku ok. 3%. W pierwszych miesiącach roku inflacja będzie zapewne poniżej celu.

Wpływ zmiany wag w koszyku CPI na inflację jest bardzo trudny do oszacowania. Zmiana cen względnych w 2025 r. sugeruje wzrost udziału usług związanych z użytkowaniem mieszkania i edukacją, spadek udziału wydatków na odzież i transport, co teoretycznie mogłoby podnieść dynamikę CPI. Jednak w poprzednich latach zmiany cen względnych nie były dobrymi predyktorami dla faktycznych zmian w systemie wag.





Inflacja: rok z niską presją ze strony żywności

W [MAKROskopie z grudnia 2024](#) założyliśmy, że w tym roku ceny żywności wzrosną o 5% i niewiele się pomyliliśmy, bo obecnie nasza prognoza (w całym roku nieznany jest tylko grudzień) wynosi 4,8%. **Naszym zdaniem w 2026 wzrost cen żywności będzie wyraźnie niższy i wyniesie ok. 2,0%. przy czym należy mieć na uwadze, że ze względu na zmiany klimatyczne ryzyko jest asymetryczne w górę.**

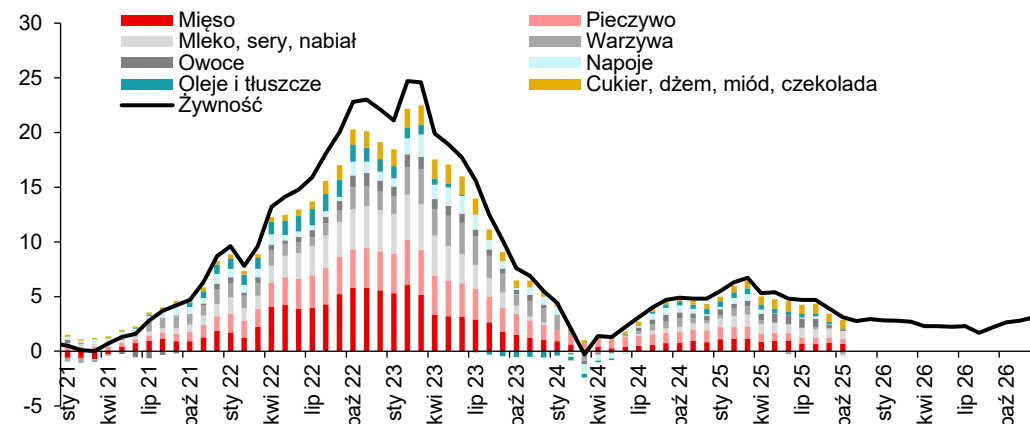
Prognozy zbiorów zbóż w sezonie 2025/2026 są solidne, zwłaszcza kukurydzy w USA i na Ukrainie oraz pszenicy w Unii Europejskiej. To naszym zdaniem oznacza brak wyraźnego potencjału do wzrostu ich globalnych cen, co z kolei będzie utrzymywało pod kontrolą ceny pieczywa oraz pasz. Podobnie wygląda sytuacja z roślinami oleistymi, przy mocnym wzroście zbiorów rzepaku w Unii Europejskiej i Rosji. Będzie to obniżało ceny olejów i tłuszczów.

Wzrosty cen mleka w minionych kwartałach przełożyły się na wzrost podaży, co obniżać będzie ceny przetworów mlecznych. Jednocześnie rośnie popyt, ale naszym zdaniem bilans tych dwóch sił sprzyjać będzie lekkiej obniżce cen. Mocne krajowe zbiory warzyw i owoców w tym roku oznaczają, że ich ceny pozostaną niskie w najbliższych miesiącach, aż do września, kiedy na rynek wejdzie kolejny zbiór. Częstotliwość występowania suszy w ostatnich latach podpowiada, że ryzyko jest asymetryczne w górę.

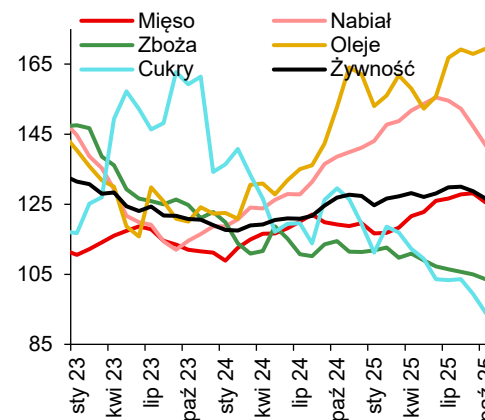
W górę pięć mogą się natomiast ceny mięsa. Popyt cyklicznie rośnie, zwłaszcza na wołowinę, a podaż jest ograniczona m.in. ze względu na choroby. Szybsze odbudowanie podaży może nastąpić w przypadku drobiu, co przy niskich cenach paszy może sprzyjać spadkowi cen tego rodzaju mięsa w drugiej połowie roku. Podobne czynniki powinny sprzyjać spadkom cen jaj.

Podobne wnioski wyciągnąć można na podstawie wyprzedzających wskaźników cenowych. W przypadku indeksów globalnych cen żywności FAO trend spadkowy jest już widoczny w przypadku cen nabiału, zbóż i cukrów. Ceny olejów stabilizują się na wysokim poziomie, a tylko mięs rosną. W przypadku krajowych cen skupów produktów rolnych oraz cen produkcji sprzedanej w przetwórstwie spożywczym widoczny jest wyraźny spadek rocznej dynamiki.

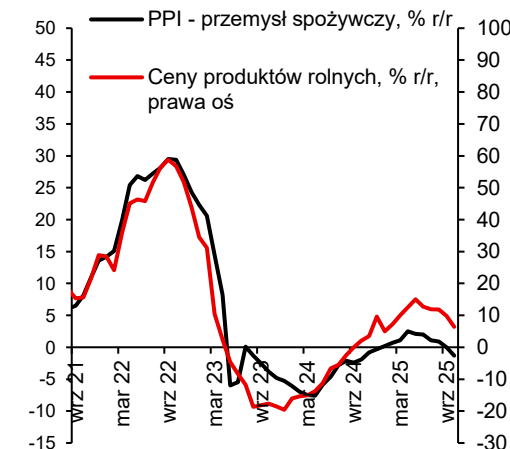
Ceny żywności – dekompozycja rocznego wzrostu



Indeksy cen FAO



Krajowe hurtowe ceny żywności





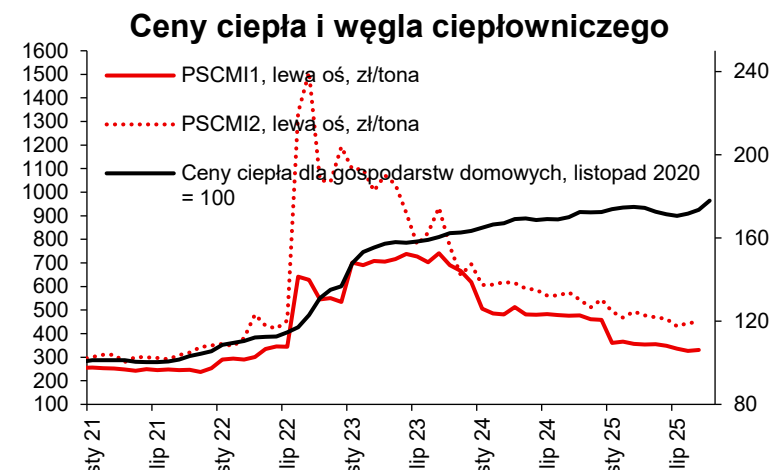
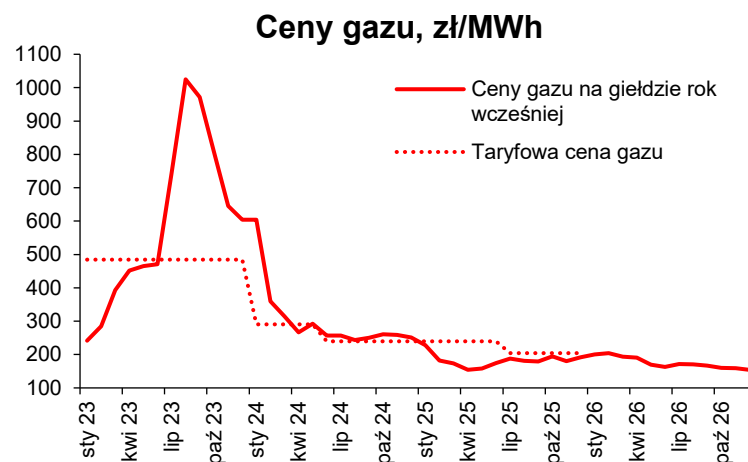
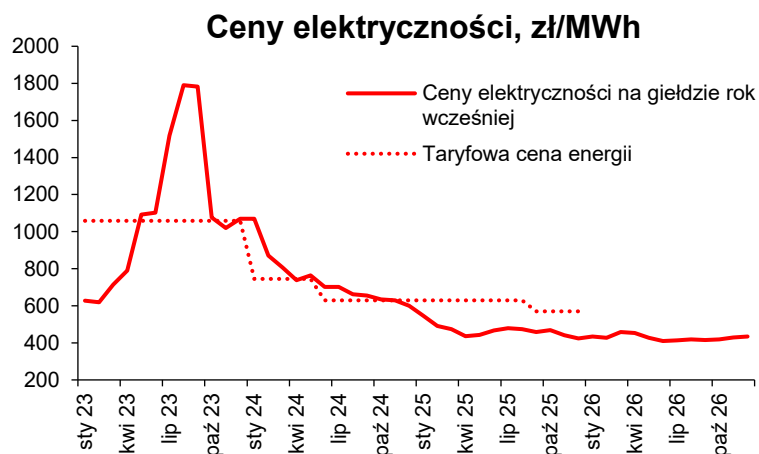
Inflacja: stabilizacja w nośnikach energii

Zakładamy, że w 2026 r. dojdzie do stabilizacji cen głównych nośników energii, przy lekkich podwyżkach niektórych opłat, a ceny nośników energii będą przeciętnie o 2,9% wyższe (m.in. ze względu na efekt bazy) po wzroście o 7,8% w 2025 r.

Od września 2025 r. obowiązuje nowa taryfa na energię elektryczną w wysokości 570 zł / MWh, obniżona z obowiązującej wcześniej taryfy 630 zł / MWh, przy czym do końca roku obowiązuje cena maksymalna 500 zł / MWh. Zakładamy, że cena w nowej taryfie, która zacznie obowiązywać od stycznia 2026 r., będzie zbliżona do 500 zł / MWh. Nasze założenia opieramy na spadku cen na giełdzie, które średnio w tym roku wyniosły 430 zł / MWh. Wsparciem jest decyzja e.on, który nie podlega obowiązkowi taryfowemu – od nowego roku obniża on ceny właśnie do poziomu 500 zł / MWh. Jednocześnie jednak rosną niektóre opłaty (np. mocowa, OZE), co naszym zdaniem doda ok. 4% do przeciętnego rachunku za prąd i ok. 0.2 punktu procentowego do inflacji CPI. Ewentualne utrzymanie taryfy na poziomie 570 zł / MWh dodałoby do przeciętnego rachunku jeszcze 7,5%, a do inflacji CPI 0.3 pp. Nie sądzimy, by doszło do realizacji pomysłu prezydenta Nawrockiego (obniżenie VAT i innych opłat).

Podobnie zakładamy stabilizację taryf gazowych (204 zł / MWh), choć ceny hurtowe nawet nieco się obniżyły – do 175 zł / MWh z 182 zł / MWh. Potencjał do spadku jest jednak wyraźnie mniejszy niż w przypadku elektryczności.

W ostatnich miesiącach trwał proces dostosowywania płatności za ciepło po wygaśnięciu tarczy obejmującej ten segment rynku. Od lipca ceny ciepła wzrosły o 4,3%, co dodało 0,1 punktu procentowego do inflacji i naszym zdaniem proces ten już się zakończył. Jeśli natomiast pominąć tę korektę, to spadki cen węgla używanego w energetyce oraz w ciepłowniach oznaczają naszym zdaniem stabilizację lub nawet spadki cen ciepła w przyszłym roku.



PSCMI1 – cena węgla dla energetyki
PSCMI2 – cena węgla dla ciepłownictwa



Rachunek za prąd: rozkładamy na czynniki pierwsze

Rachunek za prąd składa się z wielu składowych, stanowiąc skomplikowany system elementów zmiennych, ryczałtowych i stałych. Opłata kogeneracyjna oraz przejściowa, które były ostatnio bohaterami mediów są tak naprawdę małym ułamkiem rachunku za prąd. Ogłoszona przez URE podwyżka opłaty mocowej od 1.01.2026 o 50% jest na tym tle duża, choć w przeciętnym domu zwiększy rachunek o ok. 7 zł, tj. ok. 4%, brutto czyli uwzględniając VAT i akcyzę, które w przypadku energii elektrycznej wynoszą odpowiednio 23% i 0,005zł/kWh.

sprzedaż energii

Sposób
wylizczania

Kto ustala

taryfa, w tym:

opłata za energię
czynną

- wg zużycia, za kWh
- zróżnicowane oferty

opłata handlowa

- opcjonalna, stała, ale zróżnicowana np. od wybranego okresu rozliczeniowego, niezależna od zużycia energii
- pokrywa koszty obsługi klienta

sprzedawca energii, ale zatwierdzone przez URE

Cena maksymalna obowiązująca do
31.12.2025 r. (netto)

jednostkowo

0,50 zł

łącznie/mies*

75,00 zł

brutto (z VAT i akcyzą)

jednostkowo

0,6212 zł

łącznie/mies*

93,17 zł

dystrybucja energii

Sposób
wylizczania

Kto ustala

Orientacyjna
wysokość (netto)
jednostkowo łącznie/mies*

opłata
jakościowa

- wg zużycia, za kWh
- m.in. na rozbudowę sieci energetycznej

Operator Systemu
Dystrybucyjnego, np. PGE
Dystrybucja S.A., TAURON,
Stoen, Energa-Operator S.A.

0,0314 zł

4,71 zł

opłata sieciowa
zmienna

- wg zużycia, za kWh
- na pokrycie strat energii przy dystrybucji

0,226 zł

33,90 zł

opłata OZE

- wg zużycia, za kWh
- wspieranie OZE

Prezes URE

0,0035 zł

0,53 zł

opłata
kogeneracyjna

- wg zużycia, za kWh
- wspieranie elektrociepłowni (jednoczesnej dostawy energii cieplnej i elektrycznej)

Rząd (rozporządzenie
Ministra)

0,0030 zł

0,45 zł

opłata mocowa

- zł/mies., kilka stawek w zal. od progu rocznego zużycia energii
- pokrycie kosztów dyspozycyjności elektrowni

Prezes URE

2,86-
16,01 zł

11,44 zł

opłata
przejściowa

- zł/mies., kilka stawek w zal. od progu rocznego zużycia energii
- rekompensaty dla wytwórców energii za straty wynikające z wcześniejszego rozwiązania kontraktów długoterminowych
- naturalnie wygasająca – w 2025 r. ostatni podmiot, któremu wypłacana rekompensata

ustawa o pokrywaniu kosztów
rozwiązania umów
długoterminowych

0,02-
0,33 zł

0,33 zł

opłata sieciowa
stała

- zł/mies.
- za dostęp do sieci, utrzymanie urządzeń, licznik

Operator Systemu
Dystrybucyjnego

10,95 zł

10,95 zł

opłata
abonamentowa

- zł/mies.
- za czynności administracyjne

0,48 zł

0,48 zł



Łączny rachunek netto w 2025 r.: 138 zł, w tym 63 zł opłat za dystrybucję → 171 zł brutto

* w gospodarstwie zużywającym 1800 kWh rocznie



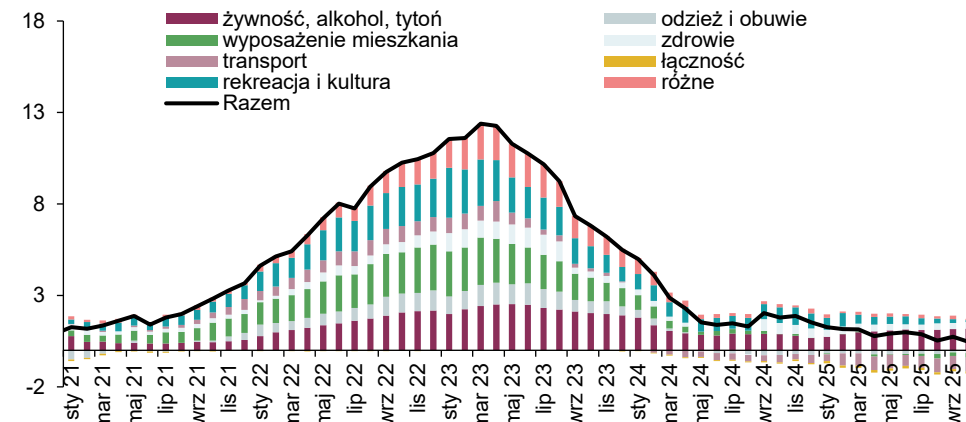
Inflacja: import deflacji z Chin (1)

Jednym z ważnych czynników stojących za spadkiem inflacji była bazowa część koszyka CPI, podlegająca wymianie międzynarodowej. W październiku 2025 wskaźnik wzrostu cen w tej kategorii wyniósł 0,5% r/r i był najniższy od 2019 r. Wyraźnie niższy od długookresowej średniej był przebieg cen w transporcie (samochody), wyposażeniu mieszkania oraz łączności (elektronika użytkowa).

Naszym zdaniem jest to efekt ostatnich zmian w handlu światowym – spadku chińskiego popytu na europejskie towary przy jednoczesnej ekspansji chińskiego eksportu w przemyśle motoryzacyjnym i sprzętów gospodarstw domowych, a także amerykańskich ceł, które wpłynęły na zmianę kierunków handlu światowego. W chińskim przemyśle wciąż notowana jest ujemna dynamika cen, jednocześnie złoty jest relatywnie mocny do juana, co naszym zdaniem będzie dalej wspierać konkurencyjność chińskich produktów na polskim rynku.

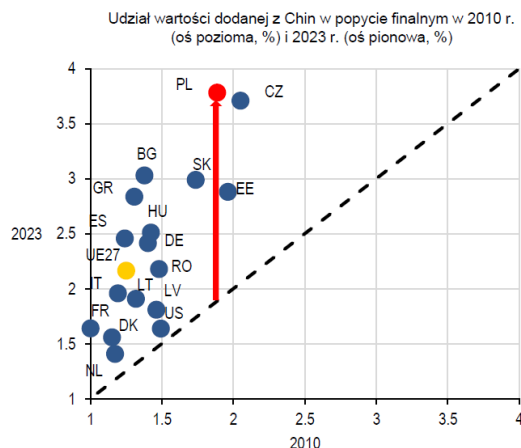
Jednakże, dynamika cen towarów podlegających wymianie międzynarodowej naszym zdaniem nie będzie już się obniżać, a może nawet nieco odbić ze względu na lekkie umocnienie juana, wzrost cen metali przemysłowych, półprzewodników i kości pamięci oraz zniesienie zwolnień celnych dla małych przesyłek.

Inflacja – bazowa podlegająca wymianie międzynarodowej



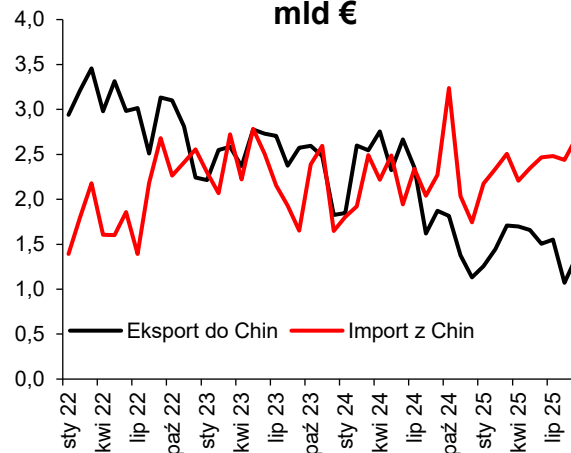
Źródło: GUS, Santander

Ekspozycja krajów UE na towary z Chin



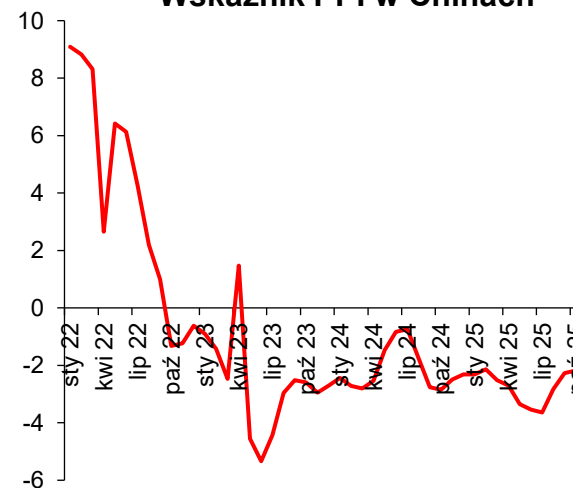
Źródło: NBP

Handel samochodami UE – Chiny, mld €



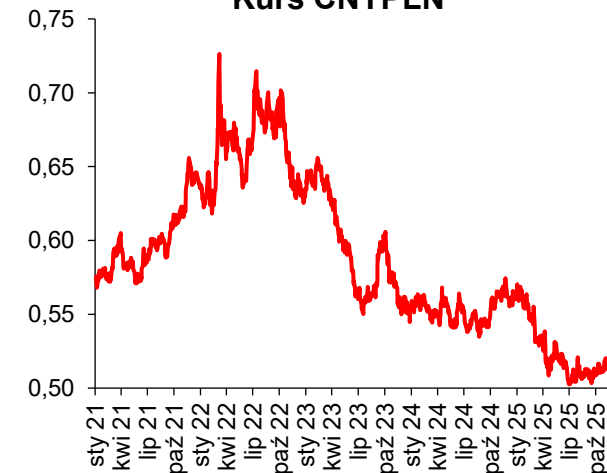
Źródło: Eurostat, Santander

Wskaźnik PPI w Chinach



Źródło: LSEG Datastream

Kurs CNYPLN



Źródło: LSEG Datastream

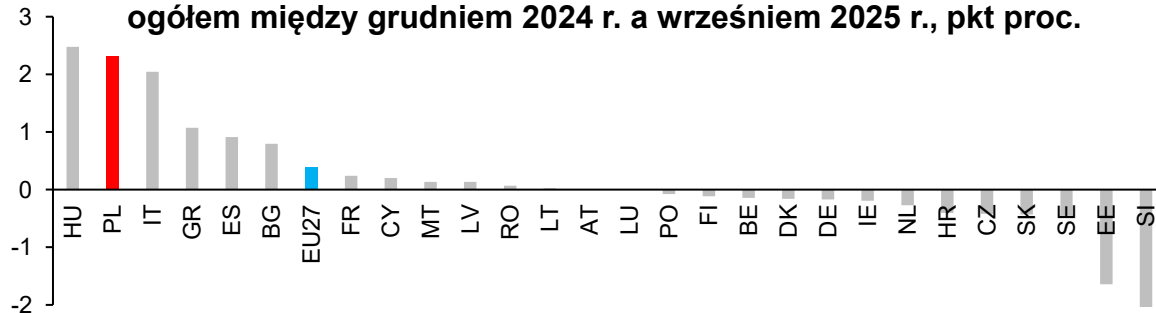
Inflacja: import deflacji z Chin (2)

Na istotną rolę cen handlu międzynarodowego w kształtowaniu krajowej inflacji w ostatnich miesiącach wskazują dane GUS nt. cen polskiego importu. Jak pokazują, mniej więcej na początku 2025 r. dynamika cen importu zakończyła trend wzrostowy, w którym znajdowała się od połowy 2023 r., i ponownie zaczęła spadać. Choć nowy trend spadkowy nie jest aż tak mocny jak ten z lat 2022-2023, to w wyraźny sposób przekłada się na odczyty inflacji, a w tym przede wszystkim – jak podkreślaliśmy wcześniej – na odczyty inflacji bazowej.

Szczególną rolę w spadku dynamiki cen towarów importowych zdają się odgrywać ceny samochodów, których stopa wzrostu spadła z lokalnego maksimum na poziomie 2,9% r/r w grudniu ubiegłego roku do 0,6% r/r we wrześniu, a także ceny szeroko rozumianej elektroniki, których dynamiki spadły od grudnia o około 1 pkt proc. Warto podkreślić, że są to te same kategorie dóbr, które, jak wskazywaliśmy, wpływały ostatnimi miesiącami na spadek inflacji bazowej.

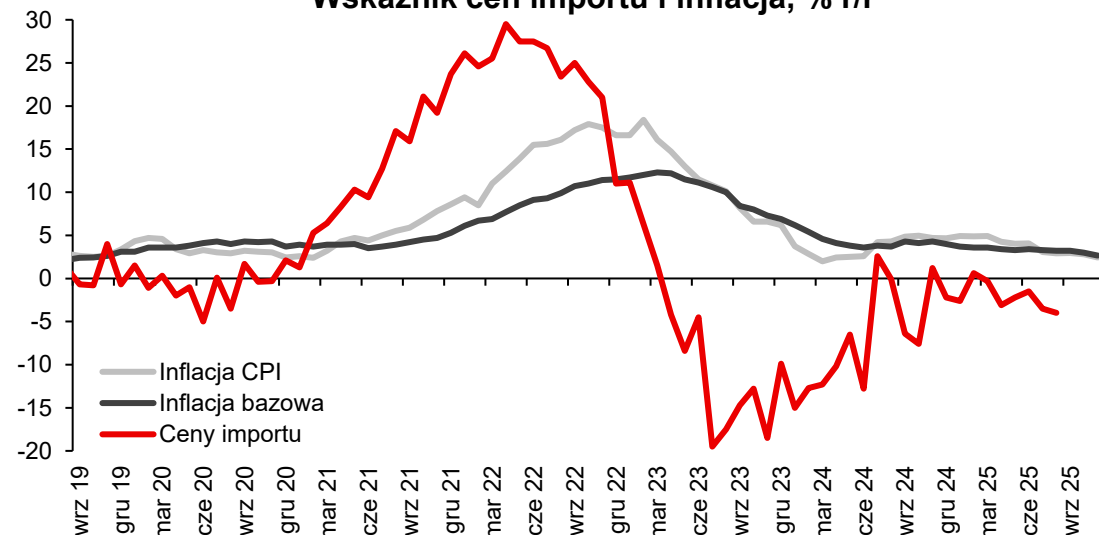
Zważywszy, że elektronika jest importowana w znacznym stopniu z Azji, a udział samochodów importowanych z Azji w ogóle importu w tej kategorii zaczyna rosnąć, zachowanie wskaźników cen importu wspiera naszą tezę, że spadki krajowej inflacji w ostatnich miesiącach stanowią pochodną zmian w globalnym handlu.

Zmiana udziału importu samochodów z Chin w imporcie samochodów ogółem między grudniem 2024 r. a wrześniem 2025 r., pkt proc.

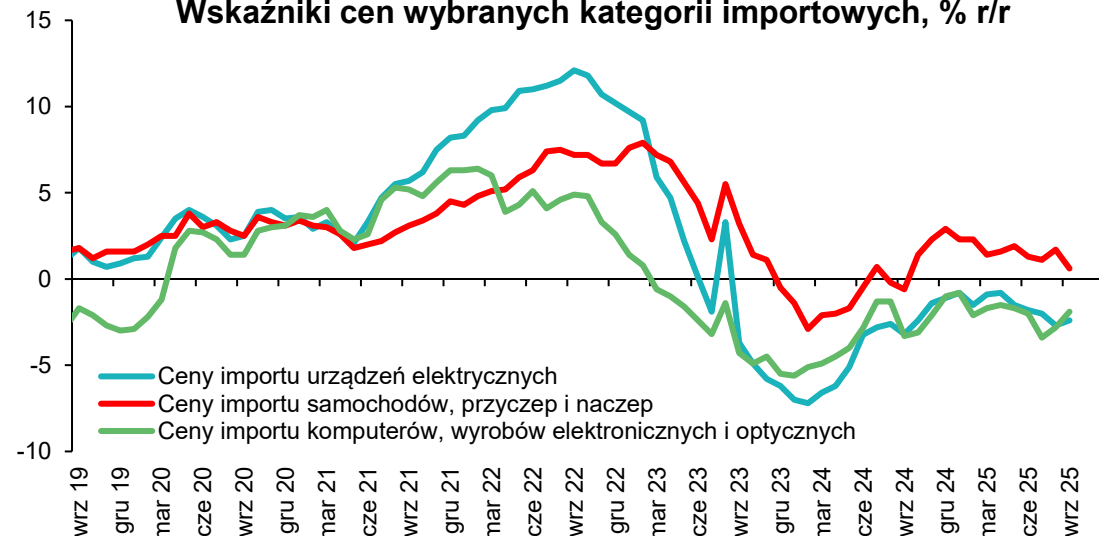


Źródło: Comext, Santander

Wskaźnik cen importu i inflacja, % r/r



Wskaźniki cen wybranych kategorii importowych, % r/r



Źródło: GUS, Santander



Inflacja: import deflacji z Chin (3)

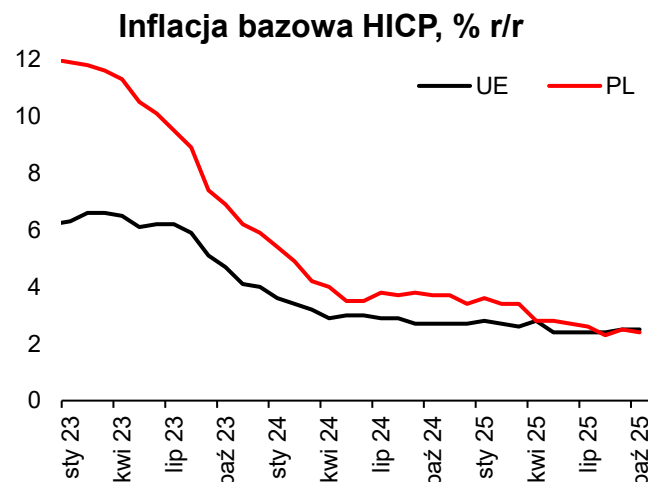
Polska inflacja bazowa w ujęciu HICP (tj. porównywalnym między krajami UE) znalazła się poniżej średniej unijnej. To niecodzienny widok, zwłaszcza w warunkach dużo dynamiczniej rosnącej polskiej gospodarki niż Europa, szybszego wzrostu płac i odstawania kraju pod względem rozmiaru deficytu fiskalnego.

Stało się tak pomimo ponadprzeciętnego tempa wzrostu cen usług w Polsce. Towary, które odstawały w dół pod względem zmiany ceny na tle krajów UE, skoncentrowane były w kategoriach transport oraz rekreacja i kultura, i należały do grupy towarów trwałego użytku.

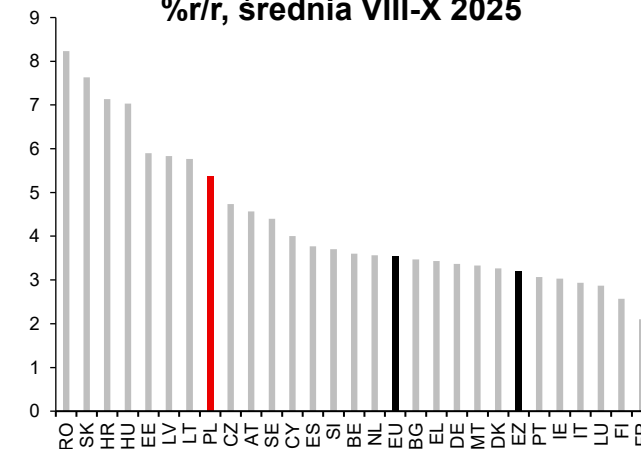
W szczególności **Polska wyznaczała unijne minimum jeśli chodzi o inflację cen aut, telefonów oraz wielu pozycji z zakresu sprzętu RTV, AGD i IT**. Znamienne jest, że są to towary importowane, co wpisuje się w narrację, że za zaskakująco szybką dezinflację w Polsce stoi mocny kurs walutowy, niezwykle przychylny importerom dolarowym oraz relatywnie duża jak na kraj UE ekspozycja na produkty z Chin.

Trudno jednak dobrze wyjaśnić, dlaczego w Polsce dezinflacyjny efekt importu tych towarów był największy w UE. Skala umocnienia złotego nie wydaje się dobrym wytłumaczeniem.

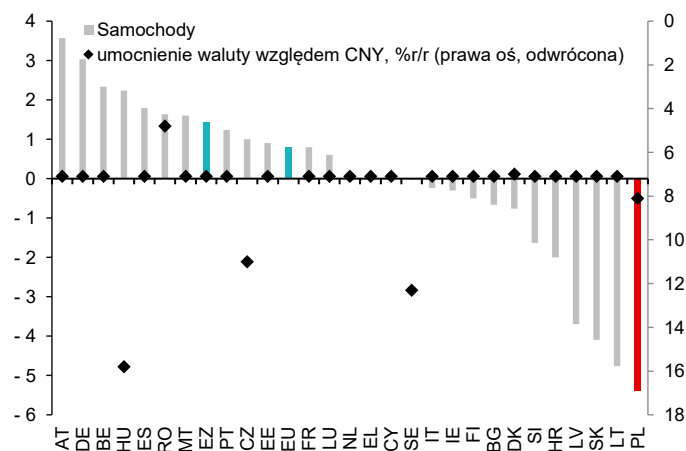
Z kolei kategorie HICP, w których Polska odczuła silny wzrost cen na tle krajów UE to m.in. usługi komunikacyjne, medyczne i związane z mieszkaniem oraz edukacja. Dwa razy bardziej niż średnio w UE, bo o 8% r/r, podrożały ceny z kategorii „mleko, sery i jaja”.



HICP usługi ogółem, %r/r, średnia VIII-X 2025



HICP samochody, %r/r, średnia VIII-X 2025



HICP dobra trwałe, %r/r, średnia VIII-X 2025





Inflacja: ceny usług stopniowo hamują

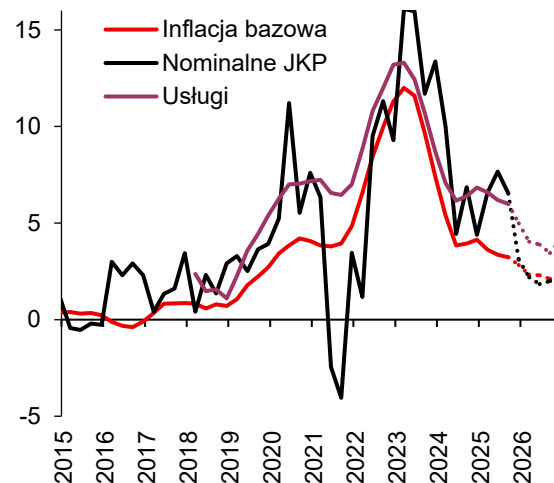
Inflacja w kategorii usług wyhamowała od początku 2023 r. do połowy 2024 r. z 12 do 6%, po czym na długo utknęła. Dopiero ostatnio udało jej się spaść poniżej 6%. Ta uporczywość kojarzona była z wysokimi wzrostami wynagrodzeń w sektorze - specyfiką usług jest wysoki udział funduszu płac w kosztach ogółem. Hamowanie płac w usługach w ostatnich miesiącach przybrało na sile. Istotnym ryzykiem jest tutaj ewentualny odpływ migrantów z Ukrainy, którzy stanowią istotną część pracowników chociażby w zakwaterowaniu i gastronomii.

Uporczywość inflacji cen usług miała też wsparcie ze strony popytowej. Po pandemii pojawiło się wzmożone zainteresowanie konsumpcją usług. Realny wzrost konsumpcji usług wyniósł 4,2% w 2023 r. i 4,8% w 2024 r. W I kw. 2025 r. popyt jeszcze się nasilił (7,1% r/r). II i III kw. stały już pod znakiem dużo słabszego wzrostu, 2-3% r/r, stąd nie wydaje nam się, żeby czynnik popytowy miał okazać się przeszkodą w dalszym hamowaniu inflacji cen usług. Podejrzewamy, że ponadprzeciętne wzrosty cen w tym kawałku konsumpcji doprowadziły do refleksji gospodarstw domowych nad strukturą wydatków, zwłaszcza, że już w 2024 r. udział wydatków na usługi wrócił do poziomów sprzed pandemii, a w 2025 r. dalej rósł.

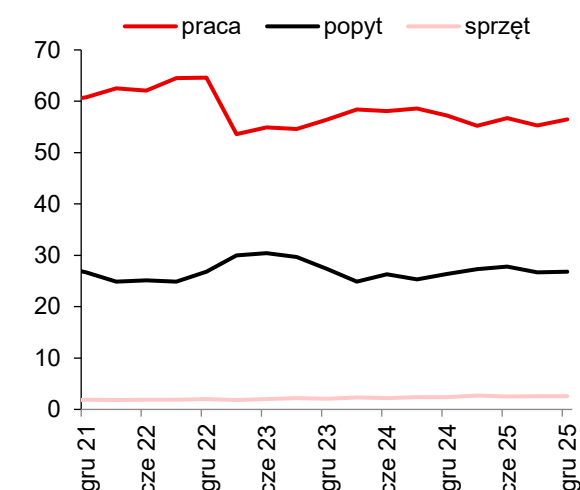
Inaczej niż w przemyśle, w usługach badanie ankietowe barier w działalności nie wykazuje istotnych przesunięć ani w stronę czynników popytowych, ani podaźowych, co sugeruje brak wyraźnej presji na ceny. Z kolei zapytane o perspektywy wzrostu cen własnych, firmy usługowe coraz rzadziej wskazują na podwyżki - wskaźnik przyszłych cen spadł ostatnio najniżej od początku 2021 r.

Oczekujemy, że w 2026 r. inflacja cen usług opadnie do 4% z 6% w 2025 r.

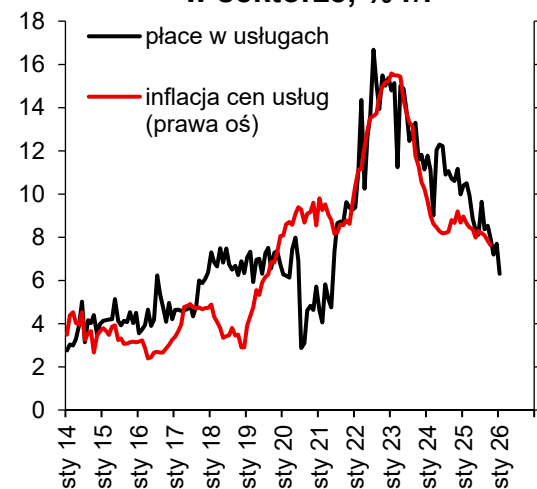
**Inflacja bazowa i usługowa
a jednostkowe koszty pracy, % r/r**



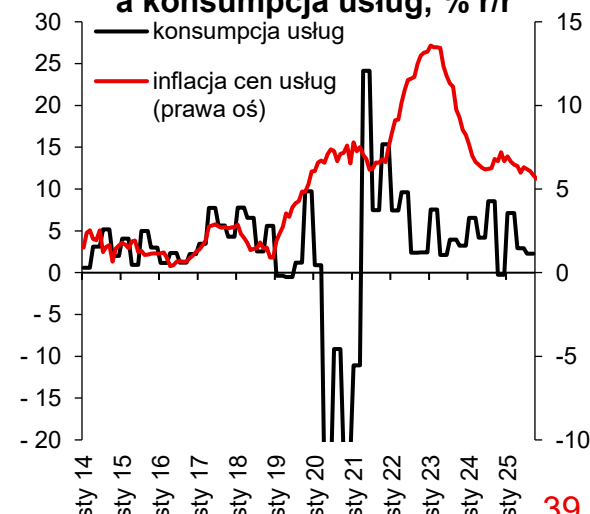
**ESI, Polska, usługi: bariery popytowe i
podażowe w działalności**



**Inflacja cen usług a płace
w sektorze, % r/r**



**Inflacja cen usług
a konsumpcja usług, % r/r**



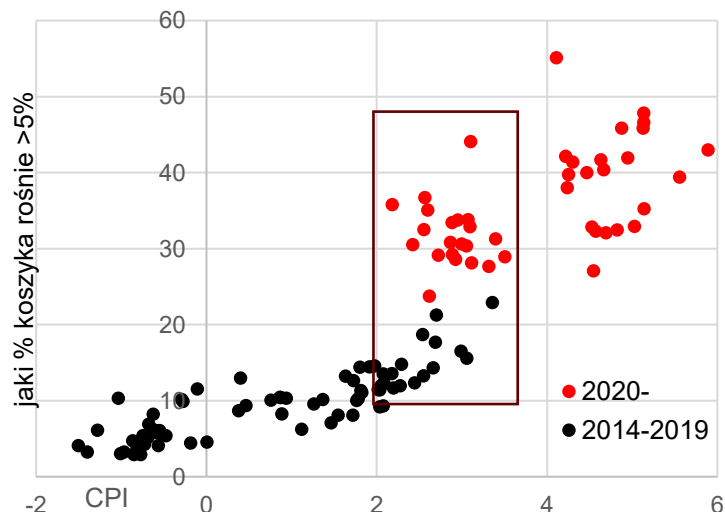
Inflacja: rozpęd cen słabnie, ale nie wszędzie

Ta sama wartość inflacji może wynikać z różnych układów cen w koszyku CPI. Przyjrzelśmy się czy zmiany stojące za ostatnimi zaskakująco silnymi spadkami inflacji odbiegały o historycznych wzorców.

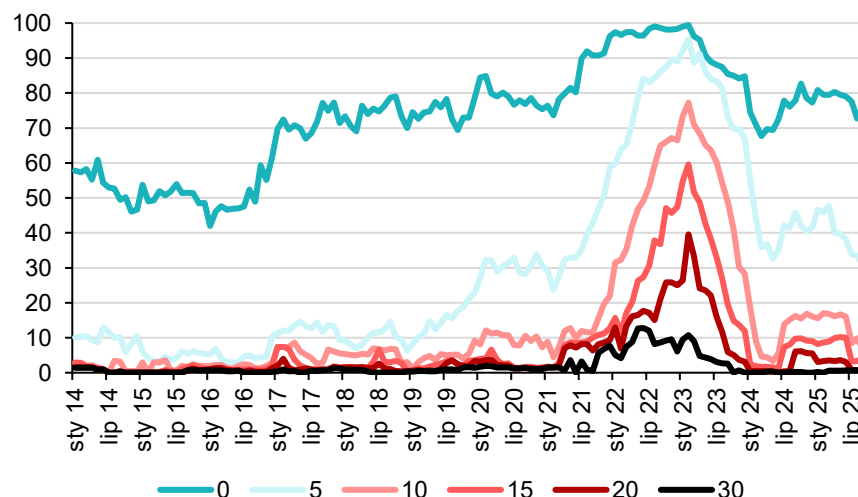
Okazuje się, że wciąż ponadprzeciętnie duża część koszyka wykazuje wzrost cen $>5\%$ r/r, wyraźnie większa niż w poprzednich okresach kiedy CPI była w celu. Oznacza to że wyhamowanie cen było mniej powszechne niż zwykle, inflację ściągnęła w dół dezinflacja skoncentrowana w mniejszej liczbie kategorii (w okresie lipiec-wrzesień blisko 1/5 koszyka taniała w tempie 2% r/r lub szybszym) i **nadal są dość duże obszary z wyraźnie podniesioną dynamiką cen. Uznajemy, że stanowi to ryzyko podbicia CPI w górę, gdyby któryś z czynników silnie dezinflacyjnych osłabł lub wygasł** (w ten sposób mogą zadziałać teraz np. kurs walutowy i cena ropy).

Obszar, w którym utrzymuje się uporczywość inflacji to usługi i ten czynnik będzie pewnie nadal spowalniał dezinflację. Choć wiele miar rozpędu cen pokazuje wyraźne wyhamowanie, usługi (oraz bardzo zbliżona do niej zakresem inflacja bazowa nie podlegająca wymianie międzynarodowej) póki co trzymają tempo niespójne z celem.

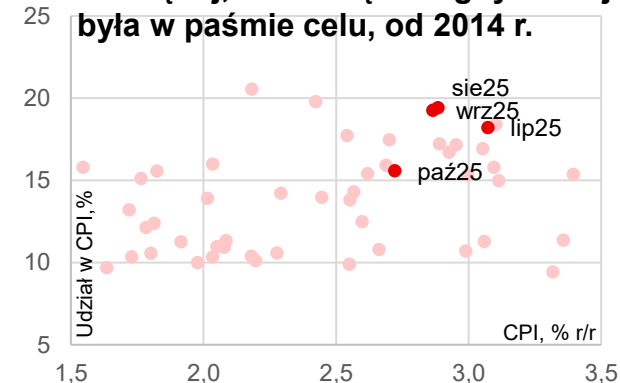
Poziom inflacji a udział pozycji drożących o więcej niż 5% r/r



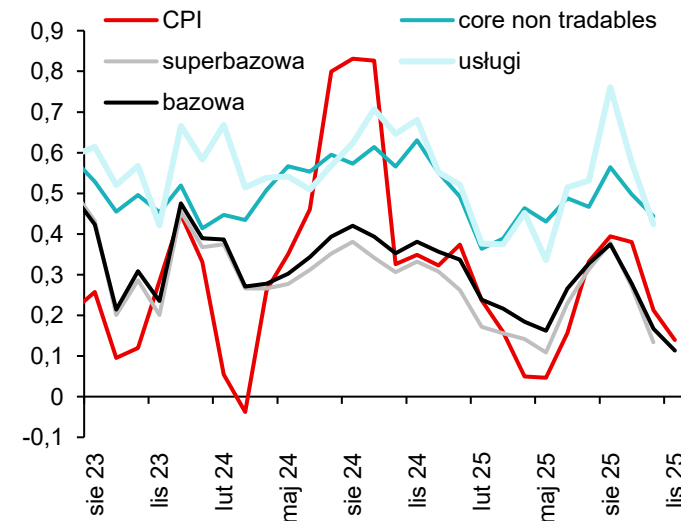
Jaki % koszyka rośnie szybciej niż...% r/r



Udział w CPI kategorii o cenach spadających o 2% r/r i więcej, w miesiącach gdy inflacja była w paśmie celu, od 2014 r.



Miary rozpędu cen, % m/m s.a., 3M śr. ruch.



Polityka gospodarcza



2

Polityka pieniężna: dostosowania do spadającej inflacji



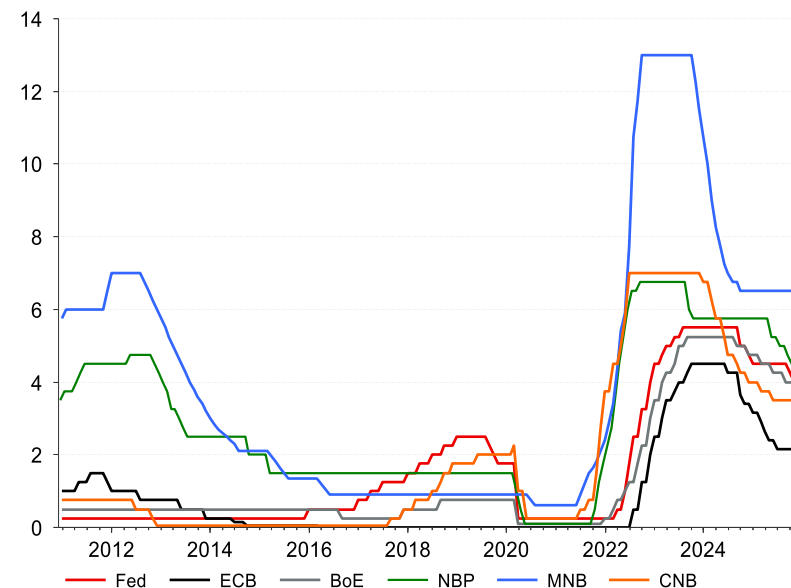
Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe od maja do grudnia w sumie o 175pb. Obniżki następowały niemal co miesiąc, chociaż bank centralny niezmiennie podkreślał, że są to „dostosowania”, a nie „cykl” łagodzenia polityki pieniężnej. W zasadzie się z tym zgadzamy. O ile jeszcze rok temu narzekaliśmy na trudność ze zdefiniowaniem spójnej funkcji reakcji polityki pieniężnej, to ostatnie miesiące potwierdzały prostą prawidłowość: szybsza od oczekiwań dezinflacja pozwalała na stopniowe schodzenie na niższe poziomy stóp procentowych.

Zakładamy, że w 2026 r. proces decyzyjny RPP będzie podobny – decydujący wpływ na zmiany stóp będzie miało zachowanie inflacji. Nasze prognozy wskazują, że w pierwszych miesiącach roku inflacja znajdzie się poniżej 2,5% r/r, co zapewne skłoni Radę do dalszego dostosowania stóp. Przestrzeń do obniżek wydaje się jednak coraz bardziej ograniczona. W marcu br., po informacjach o skręcie Europy w stronę luźniejszej polityki fiskalnej i większych wydatków na obronność, przesunęliśmy w górę oczekiwany docelowy poziom stopy referencyjnej do 4,0%, ale pod wpływem szybszej od prognoz dezinflacji w końcówce roku **wracamy do wcześniejszego założenia, tzn. że RPP zatrzyma się z obniżkami na poziomie 3,5%.**

Na podstawie wyników badań NBP nad mechanizmem transmisji szacujemy, że maksymalny efekt dokonanych już redukcji stóp powinien się ujawnić w 2027 r., podnosząc CPI o ok. 0,8 pkt. proc. W kolejnym roku na inflację wpłynie zapewne rozszerzenie systemu ETS2. Biorąc to pod uwagę, a także w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego i luźnej polityki fiskalnej, zakładamy, że RPP nie będzie skłonna do zejścia z realną stopą procentową wyraźnie poniżej 1%, ani też wyraźnie poniżej stopy CNB czy Fed.

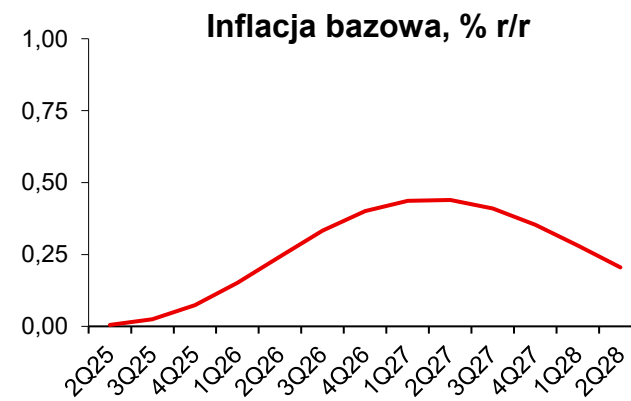
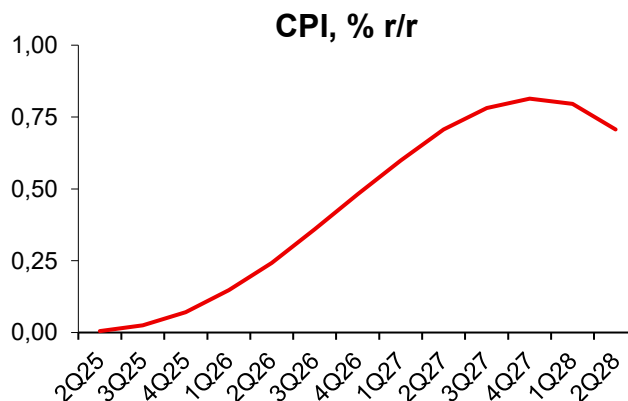
Zakładamy, że w styczniu i lutym RPP zdecyduje się na pauzę, o czym przesądzi lekkie oczekiwane odbicie CPI w grudniu oraz niepełne dane inflacyjne na początku roku. W marcu pojawi się nowa projekcja RPP, która – razem ze styczniowym odczytem CPI – powinna pozwolić na obniżkę o 25pb. Następne dostosowanie zakładamy w maju, który w ostatnich kilkunastu latach był najczęstszym miesiącem zmian w polityce pieniężnej.

Główne stopy procentowe banków centralnych, %



Źródło: LSEG Datastream

Reakcja inflacji na obniżenie stóp do 4,00% z 5,75% na podstawie modeli NBP



Źródło: Santander na podst. badań NBP nt. mechanizmu transmisji polityki pieniężnej

Projekcja NBP



Prawdopodobieństwo inflacji poniżej 3,5%, w 6-8 kwartałach kolejnych projekcji a zmiana stóp NBP między projekcjami

Pomimo tegorocznych obniżek stóp wynikające z projekcji prawdopodobieństwo, że inflacja będzie się kształtować poniżej 3,5% w horyzoncie największego oddziaływania polityki pieniężnej (6-8 kw.) pozostaje dość wysokie i stabilne (60-65%). To **zawęża wybór RPP do kontynuacji obniżek albo ich zakończenia**.

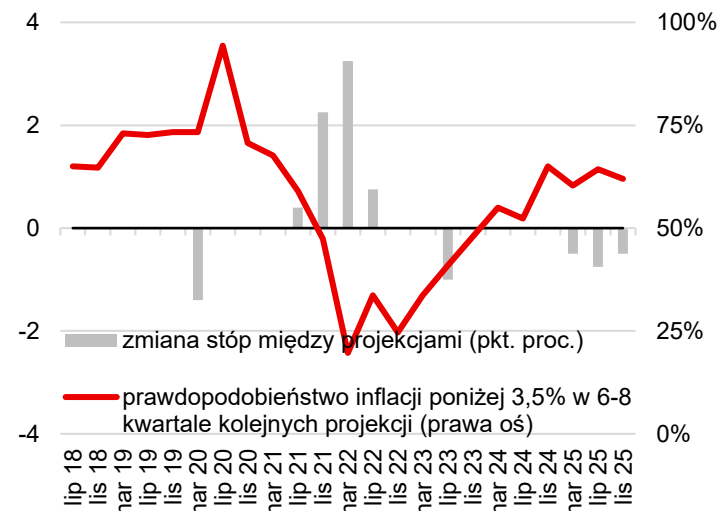
Z drugiej strony nowa projekcja odwróciła dotychczas obserwowaną asymetrię prawdopodobieństwa wyjścia inflacji poza pasmo celu. W listopadowej projekcji w późniejszych okresach prawdopodobieństwo ucieczki ścieżki inflacji powyżej 3,5% przeważa nad prawdopodobieństwem jej zejścia poniżej 1,5%. W poprzednich dwóch projekcjach było na odwrót. Nakazuje to **ostrożność przy rozważaniu dalszych obniżek**.

Ewentualne **dalsze działania RPP mogłyby być obecnie motywowane już nie samą projekcją, a odchyleniami wyników gospodarki od projekcji i decyzjami regulacyjnymi innymi niż założone**.

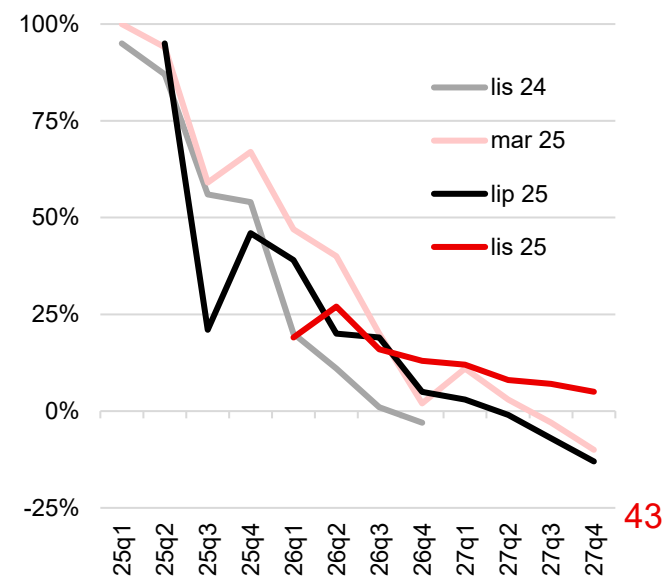
Różnice, które już zdążyły się ujawnić to: (1) zaskoczenie w dół płacami w Gospodarce Narodowej za III kw., 7,5% r/r zamiast 8,2%, wzmocnione niskim odczytem październikowych płac w sektorze przedsiębiorstw (6,6% r/r, spadek z 7,5% przy konsensusie rynkowym 7,2%); (2) liczba pracujących +0,5% r/r zamiast 0,0%; (3) przyspieszenie gospodarki do 3,8% w III kw. zamiast utrzymania tempa 3,3%, ale przy konsumpcji prywatnej hamującej do 3,5% r/r z 4,5% w II kw. zamiast do 4,2% r/r; (4) jeśli do danych za październik i listopad dołożyć naszą prognozę na grudzień to inflacja CPI w IV kw. może się okazać o 0,2pp niższa niż w projekcji a inflacja bazowa o 0,3pp.

Przypuszczamy, że trajektoria projekcji CPI po poprawkach o listopadową i grudniową obniżkę stóp, płaskie ceny prądu w 2026 r. (założono utrzymanie cen z taryfy URE na IV kw. 2025 r., ale nie uwzględniono podwyżki opłaty mocowej), zaskoczenie PKB (przyjmując, że doprowadzi do wyższej dodatniej luki popytowej w 2026 r. i bliskiej zeru w 2027 r.) byłaby delikatnie wyższa niż ta oryginalna. Jeśli jednak potwierdziłoby się szybsze od oczekiwań NBP i naszych wyhamowanie płac to wzrosłyby szanse na szybsze dotarcie inflacji do celu i jej głębsze zejście poniżej 2,5% w 2027 r.

W tych warunkach sygnał o dalszej przestrzeni na obniżki stóp mógłby wystąpić dopiero przy okazji kolejnej odsłony projekcji w marcu (punkt kontrolny czy pozostajemy na ścieżce do celu, czy materializują się ryzyka w górę dla inflacji) lub za sprawą dalszych zaskakujących spadków bieżącej inflacji – te mogą przyjść w odczytach za styczeń i luty, widocznych (już po korekcie o zmianę koszyka CPI) w połowie marca.



Projekcje NBP: różnica prawdopodobieństw inflacji powyżej 3,5% i poniżej 1,5%



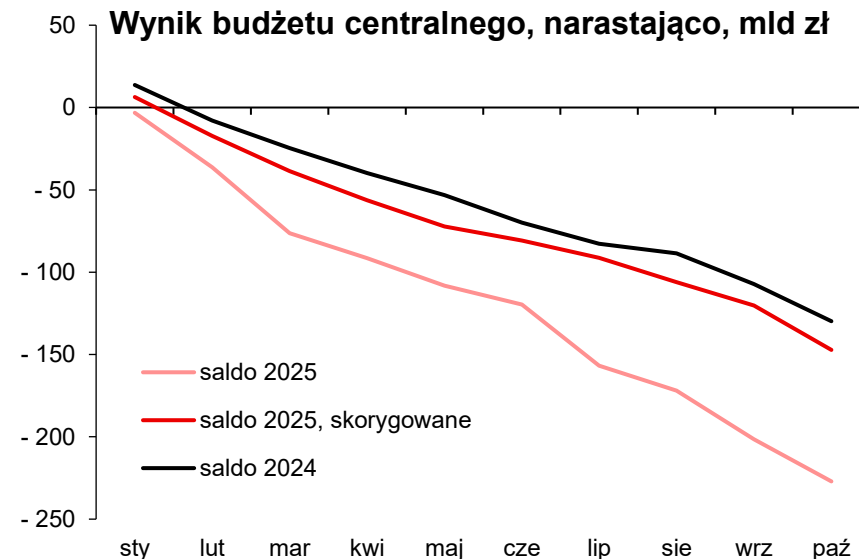
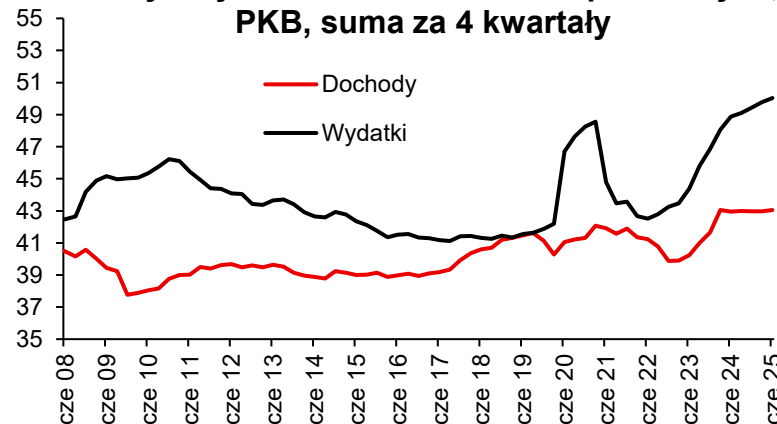
W 2025 deficyt blisko 7% PKB...

Po październiku deficyt budżetowy wyniósł 227 mld zł (5,9% rocznego PKB), a w ujęciu sumy 12-miesięcznej 308 mld zł (8,0% PKB). Zgodnie z naszymi wcześniejszymi przewidywaniami rząd nie zdecydował się na nowelizację ustawy budżetowej. Deficyt w tym roku musi więc zmieścić się w limicie 289 mld zł (7,5% PKB), co prawdopodobnie będzie wymagało nieco wysiłku ze strony Ministerstwa Finansów.

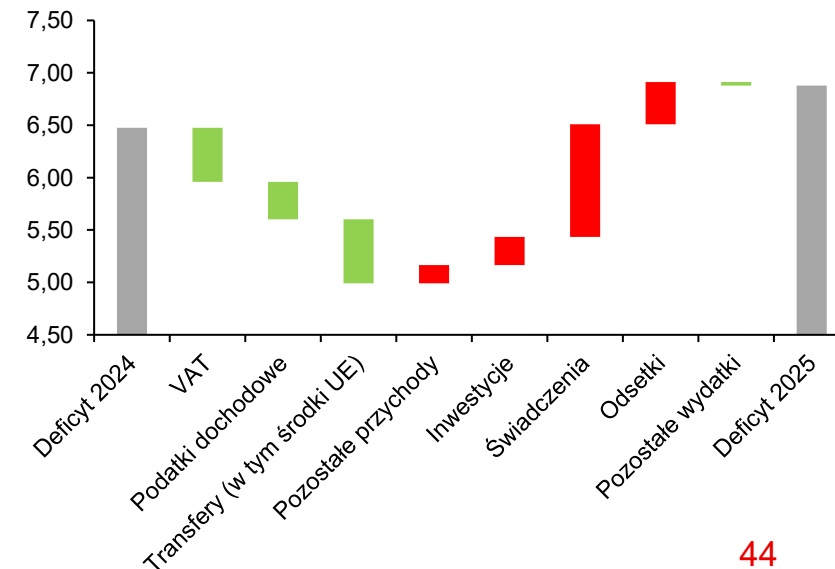
Istotnymi czynnikami zwiększającymi tegoroczny deficyt budżetu centralnego były: reforma systemu finansowania samorządów (dostają one teraz większą część wpływów z CIT i PIT) oraz wykup obligacji PFR i FPC o wartości 59 mld zł. Wpływają one na wysokość deficytu budżetowego centralnego, ale już nie na deficyt całego sektora GG. Deficyt budżetowy skorygowany o te dwa czynniki wyniósł po październiku, według naszych szacunków, 147 mld zł (3,8% prognozowanego całorocznego PKB) w porównaniu do 130 mld zł (3,6% PKB) w analogicznym okresie ub.r., więc różnica jest nie zbyt duża. Ostatnie oficjalne dane o saldzie budżetu SFP wg unijnej definicji są tylko za pierwszą połowę br. i pokazały deficyt 2,3% PKB wobec 1,8% PKB w 2024 r. Natomiast suma deficytów budżetu i samorządów skorygowana o wykup obligacji wg naszych obliczeń wyniosła po III kw. 2025 r. 2,6% PKB wobec 2,4% PKB w analogicznym okresie 2024 r.

Saldo całego sektora general government wg planu MF ma wynieść w tym roku 6,9% PKB (w porównaniu z 6,5% w 2024 r.) i powyższe dane wskazują, że prognoza ta ma szansę się spełnić.

Dochody i wydatki sektora finansów publicznych, % PKB, suma za 4 kwartały



Dekompozycja zmiany deficytu GG, % PKB



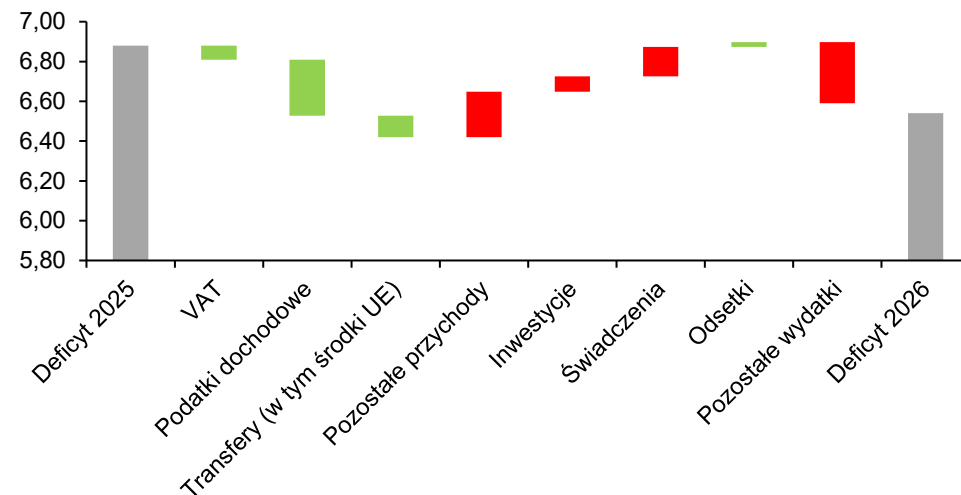
W 2026 deficyt nieco spadnie, ale rośnie wrażliwość

W 2026 r. spodziewamy się realizacji deficytu finansów publicznych na poziomie zgodnym z ustawą budżetową (6,5% PKB). Założenia rządowe na temat zmiennych makroekonomicznych oraz wpływów podatkowych uważamy za realistyczne (inflacja prawdopodobnie będzie niższa niż założył rząd, ale z kolei realny wzrost PKB wyższy). Główne ryzyko dla budżetu widzieliśmy w braku zgody prezydenta Nawrockiego na podwyżki podatków, ale prezydent podpisał już ustawę podnoszącą CIT dla sektora bankowego, co nieco ogranicza to ryzyko. Jeśli planowane przez rząd zmiany w podatku akcyzowym oraz cukrowym nie zostaną zatwierdzone, podniesie to deficyt o ok. 0,15 pkt. proc. Z drugiej strony, mocniejszy od oczekiwań spadek stóp procentowych daje szansę na niższą realizację kosztów obsługi długu. Według szacunków Ministerstwa Finansów, działania dyskrecyjne zaplanowane na 2026 r. obniżają deficyt w sumie o 0,8% PKB, w tym brak zmiany skali podatkowej PIT o 0,3% PKB.

Ze względu na relatywnie wysoki deficyt finanse publiczne będą jednak bardzo wrażliwe na potencjalne nieoczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Rząd w [Strategii Zarządzania Długiem 2026-2029](#) założył spadek deficytu w latach 2027-2029 do odpowiednio 5,7%, 6,1% oraz 4,7% PKB, przy czym według słów ministra finansów jest to ścieżka bez dodatkowych działań konsolidacyjnych, które zostaną podjęte, zatem wg MF spadek deficytu może być szybszy. Naszym zdaniem w rzeczywistości tempo spadku deficytu nie będzie jednak szybsze, a wolniejsze niż zaprezentowane w Strategii, w szczególności w 2027 r., roku wyborczym, trudno będzie się spodziewać wzrostu jej wymiaru.

Dekompozycja zmiany deficytu GG, % PKB



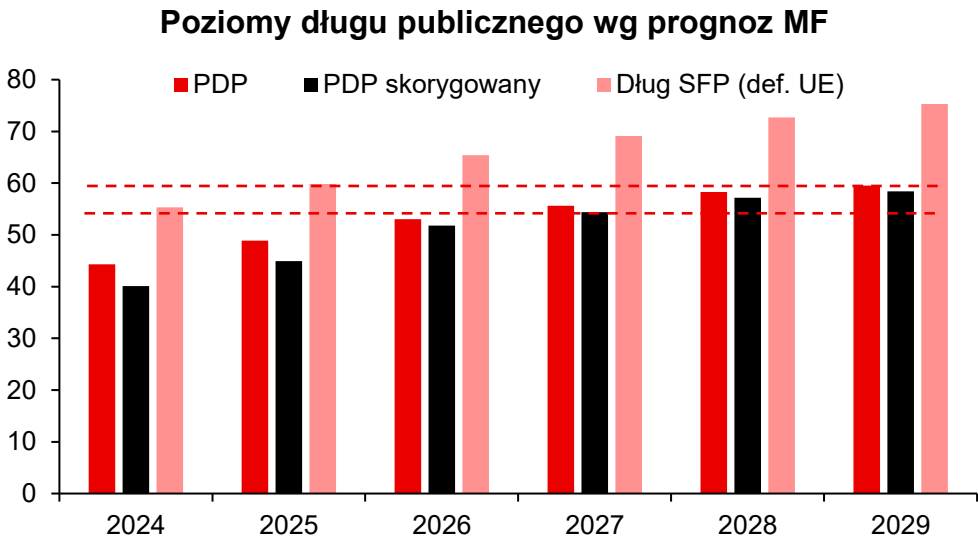
Deficyt finansów publicznych, % PKB



Długu coraz więcej, tuż pod limity



Zgodnie z przedstawionymi w strategii prognozami dług publiczny obliczany według metodologii krajowej (PDP) **osiągnie 55,6% PKB w 2027 r.**, przekraczając tym samym pierwszy próg bezpieczeństwa określony w ustawie o finansach publicznych. Jednakże, aby uruchomić środki bezpieczeństwa określone w ustawie, próg 55% PKB musi zostać przekroczony także przez miarę długu skorygowaną o efekty kursowe oraz wolne środki przeznaczone na finansowanie potrzeb pożyczkowych w przyszłym roku. Według przedstawionych prognoz ta miara długu przekroczy 55% PKB w 2028 r., a zatem środki bezpieczeństwa zostaną wprowadzone dopiero w 2030 r. **Dług publiczny według definicji UE rośnie w całym horyzoncie prognozy z 55,3% PKB w 2024 r. do 75,3% PKB w 2029 r., przy wzroście długu pozabudżetowego z 401 mld zł w 2024 r. do 773 mld zł w 2029 r. (15,8% PKB),** głównie za sprawą silnego wzrostu długu Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, z 45 mld zł do 326 mld zł.



Główne parametry polskiego długu prognozowane przez MF

		2024	2025	2026	2027	2028	2029
%	średni koszt obsługi długu SP (odsetki)	4,05					
mld zł	koszt obsługi długu SP (mld zł)	66,5	75,5	90	105,6-107,1	115,9-117,5	128,9-130,8
%PKB	koszt obsługi długu SP (% PKB)	1,81	1,94	2,16	2,4	2,5	2,64
%PKB	Wydatki z tytułu obsługi długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (memoriałowe)	2,2	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0
%PKB	Dług SP	44,7	50,1	54,6	57,2	60,1	61,5
%PKB	PDP	44,3	48,9	53	55,6	58,3	59,5
%PKB	PDP skorygowany o wahania kursowe (kryterium ustawowe)	40,1	44,9	51,8	54,4	57,2	58,4
%PKB	Dług SFP (def. UE)	55,3	59,8	65,4	69,1	72,7	75,3
mld zł	Dług SP	1629,3	1956,2	2271,1	2516,1	2788,1	2999,9
mld zł	PDP	1611,6	1907,4	2206,9	2442,7	2703,5	2904,3
mld zł	PDP skorygowany o wahania kursowe (kryterium ustawowe)	1460,2	1751,1	2156,3	2391,4	2652,3	2852,8
mld zł	Dług SFP (def. UE)	2012,7	2331,1	2720,2	3039,4	3372,9	3676,9

Inni mają więcej długu, ale czy chcemy ich dogonić?

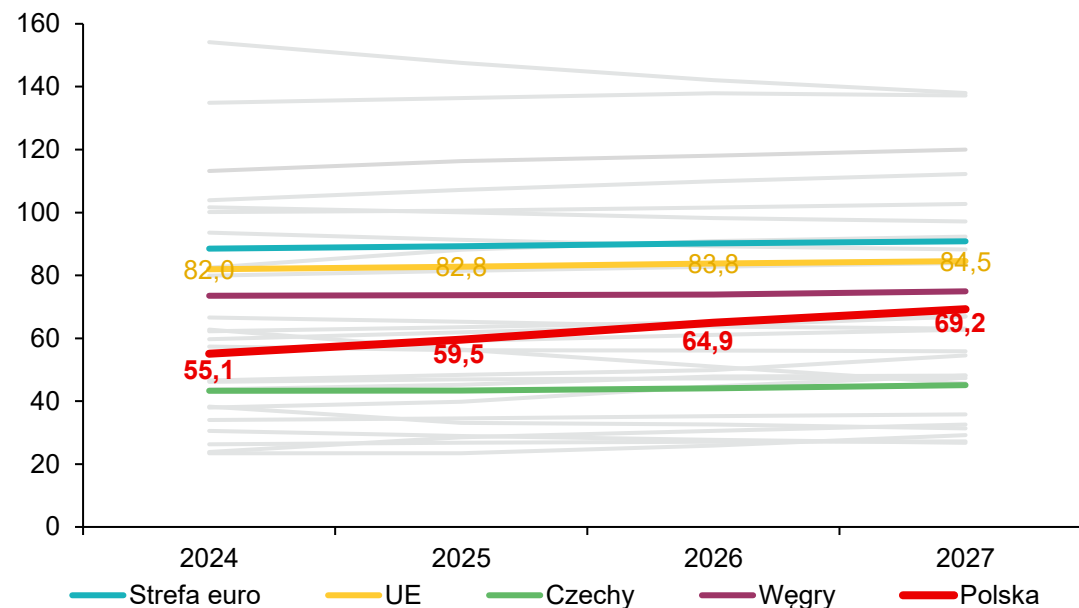


W porównaniu z innymi krajami europejskimi dług Polski jest relatywnie niski – co chętnie podkreśla zarówno minister finansów, jak i premier. Natomiast **pod względem tempa przyrostu tego długu jesteśmy nr 1**, do czego przyczynią się wysokie deficyty GG. Przy średnim saldzie w UE na poziomie -3,4%, nasze poniżej -6% wyprzedza o włos Rumunię, będącą dotychczas liderem z deficytami dochodzącymi do 9%+. W kolejnych dwóch latach prognozowany dług Polski zwiększy się o prawie 10 pkt proc., w rezultacie w unijnym rankingu zadłużenia przesuniemy się z 16. miejsca od góry w 2024 r. na 11. miejsce w 2027 r.

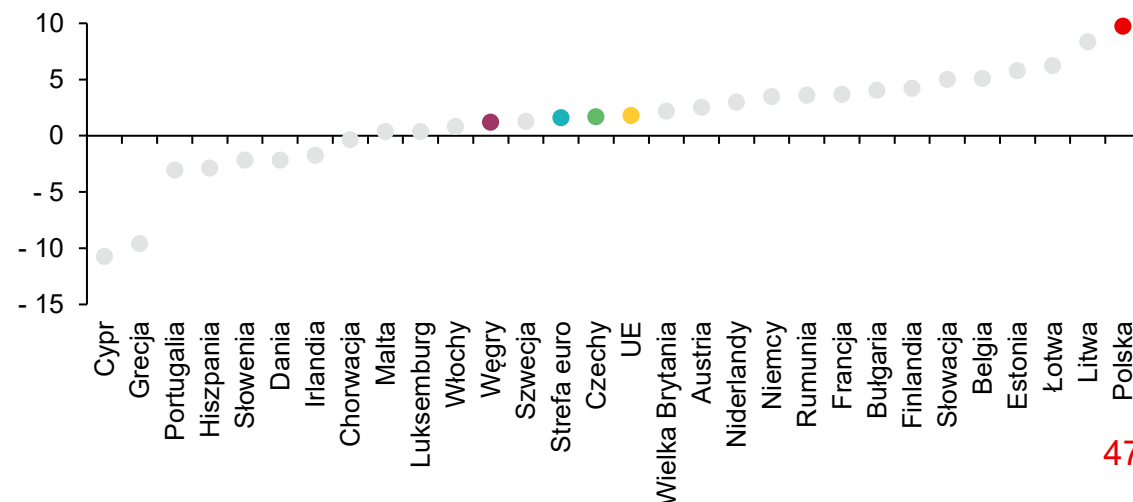
Kraje, do których lubimy się porównywać – Węgry i Czechy – będą miały dość stabilny poziom zadłużenia, choć w przypadku Węgier ten pułap już jest znacznie wyżej niż poziom, do którego my dopiero dojdziemy za kilka lat (~75% PKB). Czechy mają dług ważący ok. 45% PKB, czyli taki jak Polska miała przed pandemią i nie zanosi się na jego duży rozrost.

Pocieszające może być to, że w prognozach KE **jesteśmy wśród liderów, jeśli chodzi o tempo wzrostu PKB** (2. miejsce za Maltą) i **niski poziom bezrobocia** (1. miejsce równo z Czechami). Dobrze by jednak było, gdyby kondycja gospodarki pozwoliła krajowi zredukować zalegający dług i stworzyć poduszkę bezpieczeństwa na nieprzewidziane szoki, których na horyzoncie widać niestety coraz więcej. Tymczasem od strony fiskalnej idziemy w stronę, w której musimy liczyć na pozytywny rozwój wydarzeń na świecie.

Dług GG wg prognoz KE, % PKB



Prognozowana zmiana długu GG w 2027 r. wobec 2025 r. (pkt proc.)



Rynek finansowy

A close-up photograph of a desk with financial documents. A silver pen lies diagonally across the papers. The documents feature various charts, including a line graph with a blue line and a bar chart with multi-colored bars. The background is blurred, showing more papers and a computer monitor.

3

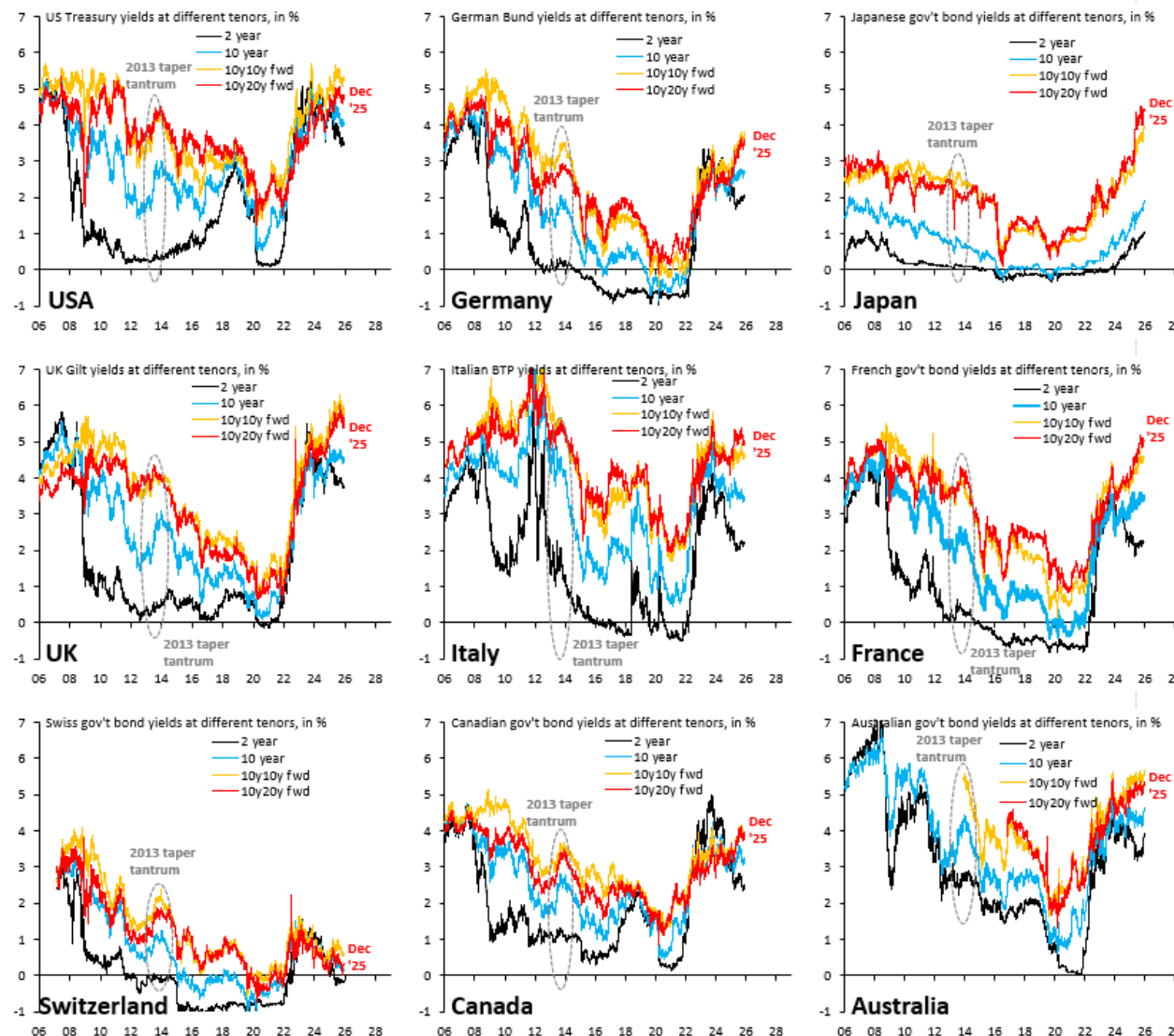
Globalne rynki długu: dalsze stromienie krzywych

Od początku tego roku zwracamy uwagę na rosnącą dywergencję między zachowaniem krótko- i długoterminowych stóp procentowych na świecie. Pomimo zaawansowanego globalnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, w większości krajów rozwiniętych długoterminowe rentowności nie spadają istotnie, a ich przyszłe wyceny wręcz idą w górę, co zdaje się odzwierciedlać rosnące obawy o długoterminową stabilność fiskalną.

Wśród przyczyn tego stanu rzeczy jest m.in. ekspansja fiskalna i rosnące podażę długu, którym towarzyszą obawy o stabilność polityczną w niektórych krajach rozwiniętych.

W ostatnim czasie do tego trendu przyczynił się też Bank Japonii, który wbrew dominującemu na świecie kierunkowi jest obecnie w fazie zacieśniania polityki pieniężnej, co zmniejsza atrakcyjność tzw. carry trades, a dla japońskich inwestorów (których obecność na wielu rynkach lokalnych ma duże znaczenie) zmniejsza relatywną atrakcyjność inwestowania w obligacje w innych walutach niż jen.

Zakładamy, że rok 2026 może nie przynieść istotnego odwrócenia tych trendów, a trwająca ekspansja fiskalna w wielu krajach oraz niepewność (geo)polityczna może wręcz wzmacniać premię za ryzyko w wycenach długoterminowych obligacji.

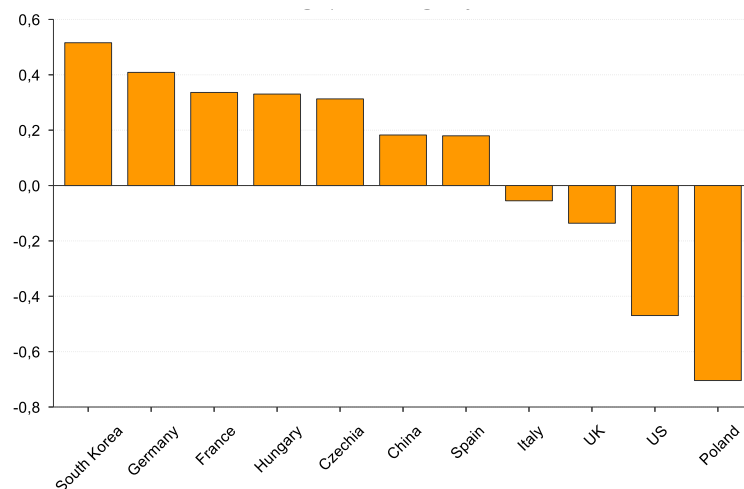


Krajowy rynek długu: lepiej być nie może?

Polskie obligacje w mijającym roku zdecydowanie opierały się globalnym trendom, notując wyraźne spadki rentowności pomimo pogorszenia przewidywanej trajektorii fiskalnej na kolejne lata i decyzji agencji ratingowych o obniżeniu perspektywy ratingu do negatywnej.

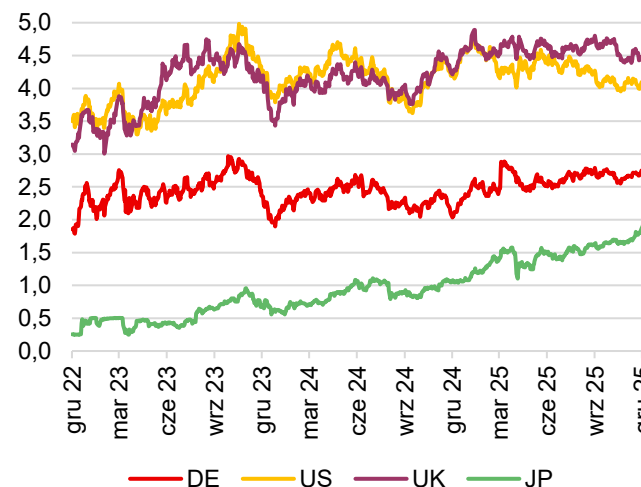
Szanse na dalsze umocnienie krajowego długu widzimy w scenariuszu rozejmu na Ukrainie, który zdjąłby premię za ryzyko geopolityczne z wszystkich aktywów w regionie, i/lub znaczących obniżek stóp procentowych Fed, które wygenerowałyby globalny apetyt na ryzyko. Bez tych czynników wydaje się, że potencjał do spadku rentowności na długim końcu krzywej został już w zasadzie wyczerpany, biorąc pod uwagę tendencje na rynkach bazowych. **Widzimy wciąż pole do spadku rentowności krótkoterminowych i dalszego stromienia krzywej, w reakcji na kolejne obniżki stóp NBP (patrz [str. 51](#)).**

Zmiana rentowności 10L od początku roku, pkt.proc.

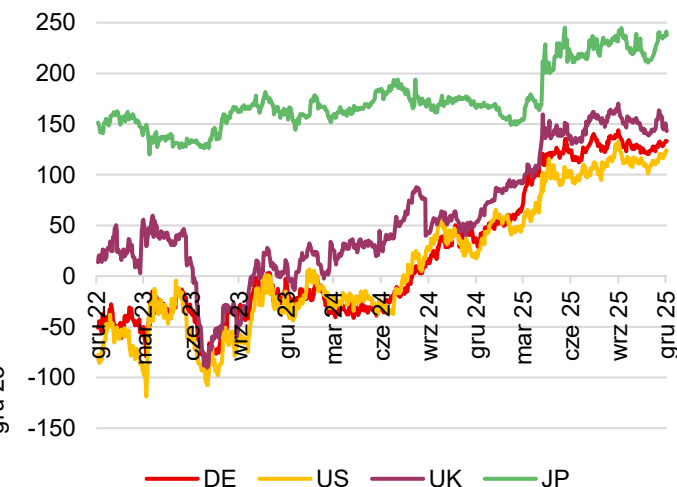


Źródło: LSEG Datastream

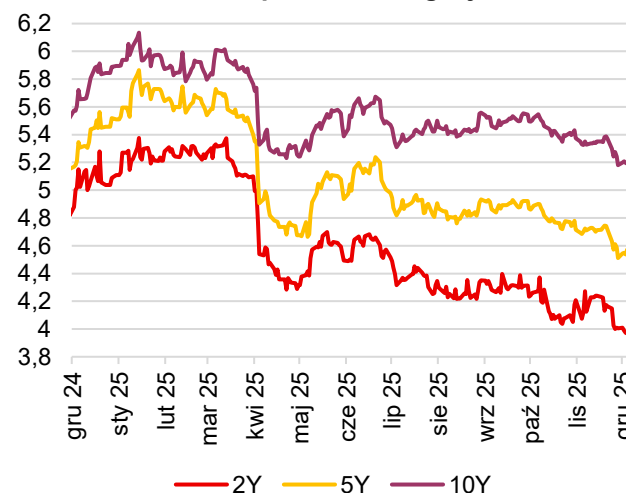
Rentowności obligacji 10L, %



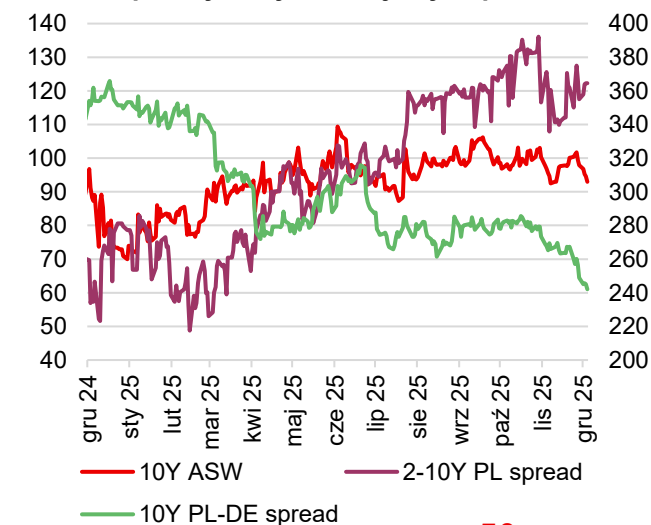
Spread rentowności obligacji 2-30L, pb



Rentowności polskich obligacji, %



Spready na rynku krajowym, pb



Źródło: LSEG Datastream, Santander

Kiedy koniec stromienia krzywej?

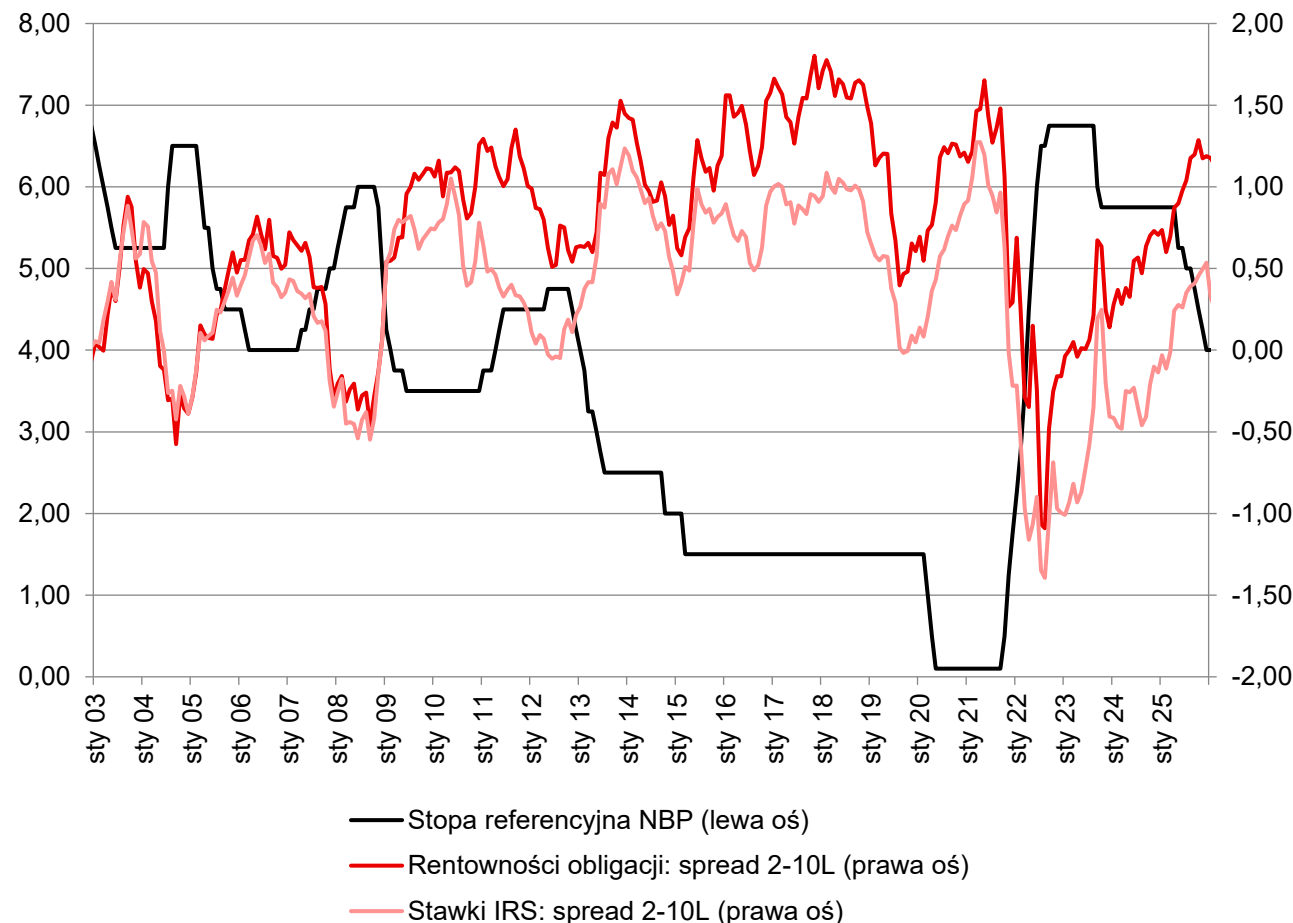
Doświadczenie historyczne pokazuje, że w cyklach zacieśniania polityki pieniężnej następuje wypłaszczenie krzywej dochodowości (spadek różnicy między stopami/rentownościami na długim i krótkim końcu krzywej), a w czasie łagodzenia polityki banku centralnego ma miejsce proces odwrotny, tj. stromienie krzywej.

Zmiana pomiędzy jedną a drugą fazą następuje zazwyczaj dopiero w momencie, kiedy rynek nabiera pełnego przekonania, że cykl obniżek/podwyżek stóp NBP został zakończony i kolejne decyzje banku centralnego będą zmierzać w przeciwnym kierunku.

Obecnie dominuje przekonanie, że stopy procentowe NBP jeszcze nie osiągnęły swojego docelowego poziomu – rynek wycenia ich spadek do 3,5%, ale obecne są też opinie, że skala obniżek może być większa. Zakładamy więc, że faza stromienia krzywej nie jest zakończona, szczególnie że nadal nachylenie 2-10L jest niższe od obserwowanego w latach przed pandemią Covid-19.

Obecne na rynkach globalnych obawy o długoterminową stabilność fiskalną mogą oznaczać, że trend stromienia krzywej obligacyjnej będzie dłuższy/mocniejszy niż w przypadku krzywej swap. Odwrócenia trendu spodziewamy się dopiero w II połowie 2026 roku.

Stopa referencyjna NBP a nachylenie 2-10L krzywej obligacyjnej i IRS

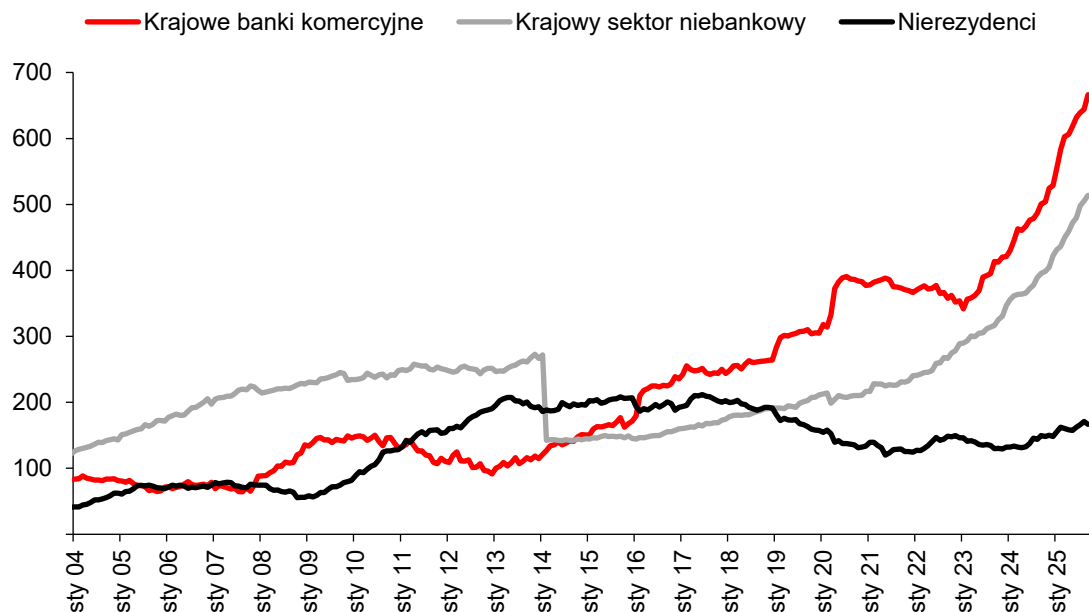


Krajowi inwestorzy zdominowali popyt na obligacje

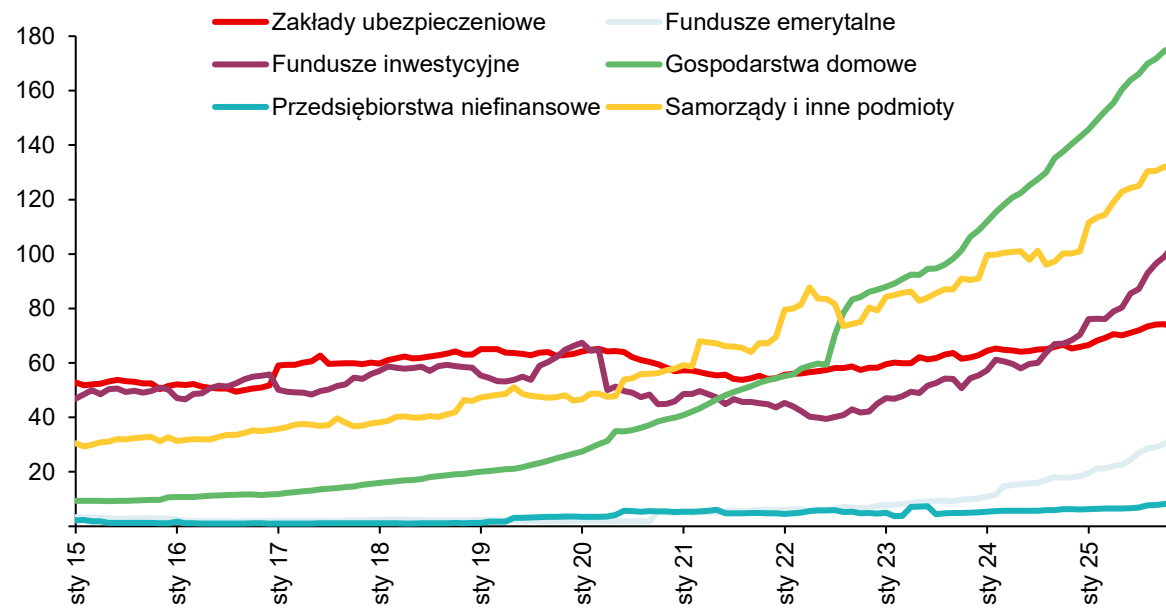
Wysokie emisje długu absorbowane są w rosnącym stopniu przez podmioty krajowe. Udział nierezydentów w całkowitym zadłużeniu skarbu państwa skurczył się na koniec III kwartału do ok. 28%, a ich udział w krajowych rynkowych SPW do 12% - w obu przypadkach są to najniższe poziomy w historii.

Najważniejszym kupującym krajowe obligacje nadal pozostają krajowe banki komercyjne, czemu sprzyja nadal wysoka nadpłynność w sektorze bankowym – jej wzrostowi sprzyja m.in. napływ walut obcych w ramach funduszy UE, wymienianych na złote w NBP. Mocno rośnie też popyt krajowych podmiotów niebankowych. Zakupy obligacji detalicznych przez gospodarstwa domowe nieco zwolniły tempo, ale przyspieszył napływ środków do funduszy inwestycyjnych, co przełożyło się na rosnący popyt z tego segmentu. Zakładamy, że analogiczne trendy utrzymają się w kolejnych kwartałach, chociaż przyrost portfeli gospodarstw domowych i funduszy inwestycyjnych może być skromniejszy ze względu na (a) zakładany przez nas wolniejszy wzrost dochodów gospodarstw domowych i spadek stopy oszczędności, (b) planowane wprowadzenie nowego produktu OKI, który może przekierować przynajmniej część portfela osób prywatnych w stronę aktywów giełdowych.

Krajowe SPW w posiadaniu grup inwestorów, mld zł



Krajowe SPW w posiadaniu krajowego sektora niebankowego, mld zł





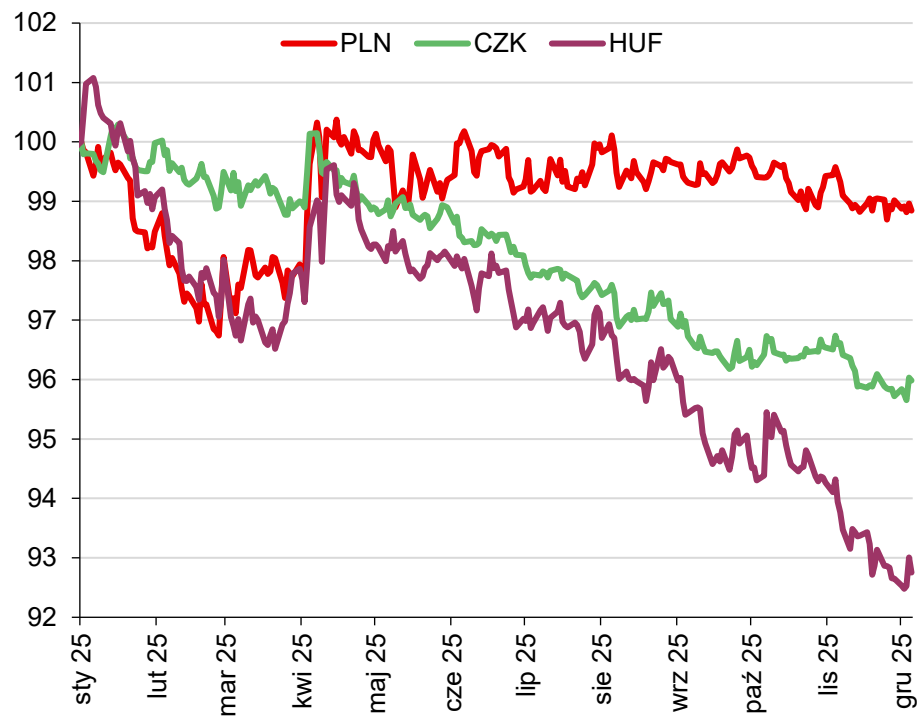
PLN: nieco mocniejszy, ale wciąż stabilny

Rozmowy na temat planu pokojowego dla Ukrainy ponownie znalazły się na pierwszych stronach gazet, co w naszej ocenie jest jednym z głównych powodów zawężenia premii za ryzyko w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich tygodniach.

Według Polymarket szanse na zawieszenie broni między Rosją a Ukrainą do końca 2026 r. wzrosły na przełomie listopada i grudnia do 55-57%, co nadal jest znacznie poniżej szczytowego poziomu 72% odnotowanego tuż przed spotkaniem D. Trumpa i W. Putina na Alasce w połowie sierpnia, ale znacznie powyżej poziomu z ostatnich kilku miesięcy. Reakcja kursu EUR/PLN była na razie stonowana, a polska waluta nadal zachowywała się nieco gorzej niż inne waluty regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Jednak widoczne było lekkie wychylenie z trendu bocznego obserwowanego w poprzednich miesiącach, a kurs EUR/PLN kilkakrotnie próbował się przebić w dół przez poziom 4,22, jak dotąd bezskutecznie.

Nadal uważamy, że wiarygodny sygnał nt. tego, że w niedługim czasie może nastąpić rozejm lub zawieszenia broni między Rosją a Ukrainą, spowodowałby bardziej znaczącą aprecjację złotego. Pozostajemy jednak ostrożni co do tej perspektywy w najbliższej przyszłości. W międzyczasie Polska doświadcza powtarzających się aktów sabotażu wymierzonych w infrastrukturę krytyczną (niedawno próba uszkodzenia torów kolejowych), które rząd przypisuje Rosji. Naszym zdaniem, jeśli takie incydenty będą się powtarzać, będzie to sugerować, że ryzyko geopolityczne w regionie raczej wzrasta, a nie maleje, ograniczając przestrzeń do umocnienia waluty.

Kursy PLN, CZK i HUF wobec EUR, 1/01/2025=100



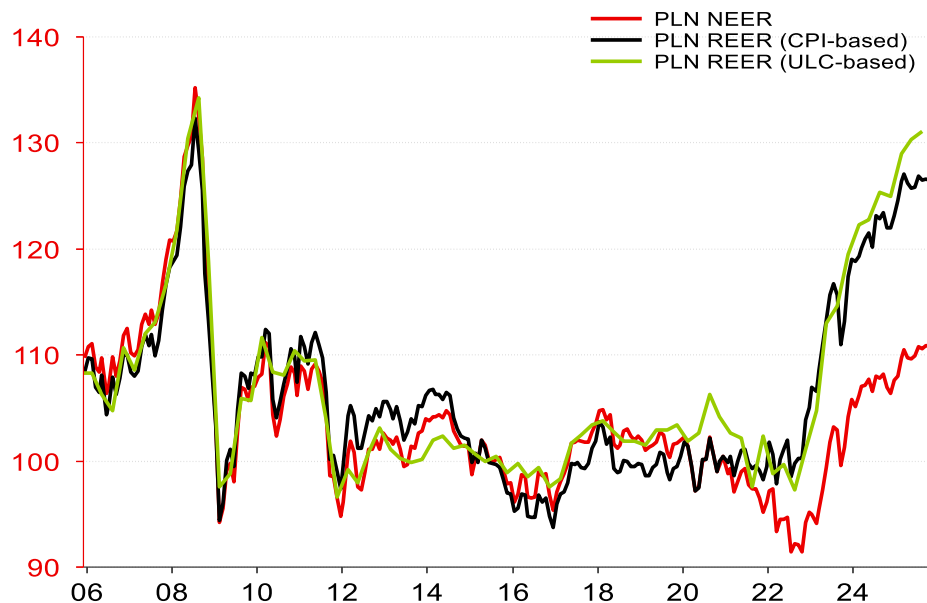
Źródło: LSEG Datastream, Santander



PLN: przewidujemy dalszą stabilizację

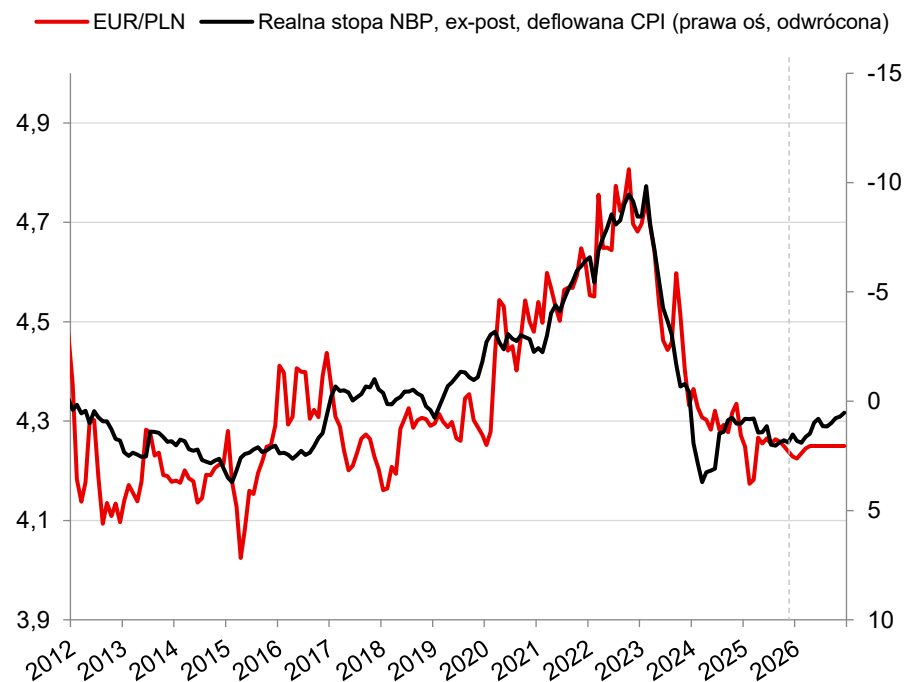
Wciąż uważamy, że polska waluta pozostanie dość stabilna w nadchodzących miesiącach, chociaż nieco obniżyliśmy nasz docelowy poziom kursu EURPLN do 4,25, dostosowując go do zmian rynkowych w ostatnich tygodniach. Pozytywny wpływ odporności krajowego wzrostu gospodarczego i prawdopodobnie dobiegającej już końca fazy obniżek stóp procentowych NBP będzie naszym zdaniem zrównoważony przez utrzymującą się niepewność geopolityczną, stopniowo rosnącą nierównowagę na rachunku obrotów bieżących oraz ekspansywną politykę fiskalną (z najwyższym deficytem sektora instytucji rządowych i samorządowych w całej UE w 2026 r.).

Indeksy nominalnego (NEER) i realnego (REER) efektywnego kursu złotego



Źródło: LSEG Datastream, Santander

EURPLN a realna stopa NBP



Źródło: LSEG Datastream, Santander

Prognozy

6



Prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	mld PLN	3 415,3	3 653,4	3 870,7	4 109,5	893,2	928,3	970,6	1 078,6	947,0	985,4	1 031,0	1 146,1
PKB	% r/r	0,2	3,0	3,6	3,9	3,2	3,3	3,8	3,9	4,1	3,9	4,0	3,8
Popyt krajowy	% r/r	-3,0	4,5	3,9	5,4	4,3	4,1	3,7	3,7	4,9	5,3	5,8	5,4
Spożycie indywidualne	% r/r	-0,3	2,9	3,5	3,5	2,6	4,5	3,5	3,5	3,5	3,0	4,0	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12,7	-0,9	5,6	11,1	6,4	-0,7	7,1	8,0	8,0	12,0	11,0	12,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,1	1,1	2,3	4,4	-0,1	1,6	3,9	3,9	6,0	5,1	3,2	3,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,8	-7,6	0,0	10,5	0,9	-1,4	-1,7	1,9	6,8	11,9	13,7	9,0
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3,6	3,2	3,8	2,5	1,1	4,6	4,5	4,8	0,8	2,4	3,9	2,5
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12,8	13,7	8,4	6,0	10,0	8,8	7,5	7,3	6,5	5,9	6,0	5,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3
Stopa bezrobocia*	%	5,1	5,1	5,7	5,7	5,3	5,2	5,6	5,7	6,0	5,6	5,6	5,7
Rachunek bieżący	mln EUR	11 591	2 616	-10 677	-22 010	-1 057	-1 623	-4 935	-3 062	-2 804	-4 213	-7 979	-7 014
Rachunek bieżący	% PKB	1,5	0,3	-1,2	-2,3	-0,4	-0,7	-0,9	-1,2	-1,3	-1,6	-1,9	-2,3
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-5,2	-6,5	-6,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	11,6	3,6	3,6	2,5	4,9	4,1	3,0	2,6	2,1	2,5	2,4	2,8
CPI *	% r/r	6,2	4,7	2,6	3,0	4,9	4,1	2,9	2,6	2,2	2,7	2,5	3,0
Inflacja bazowa	% r/r	10,2	4,3	3,3	2,3	3,6	3,4	3,2	2,8	2,3	2,3	2,1	2,5

* Koniec okresu; inne zmienne średnio w okresie



Prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Stopa referencyjna NBP *	%	5,75	5,75	4,00	3,50	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
WIBOR 3M	%	6,52	5,86	5,11	3,80	5,86	5,35	4,88	4,34	4,02	3,78	3,70	3,70
Rentowność obligacji 2L	%	5,67	5,05	4,55	3,97	5,24	4,54	4,31	4,10	3,96	3,95	3,99	3,97
Rentowność obligacji 5L	%	5,66	5,33	5,04	4,68	5,63	4,97	4,87	4,68	4,61	4,68	4,72	4,71
Rentowność obligacji 10L	%	5,83	5,55	5,54	5,33	5,92	5,46	5,45	5,32	5,28	5,39	5,38	5,26
IRS 2L	%	5,63	5,22	4,33	3,75	5,13	4,24	4,09	3,85	3,73	3,75	3,76	3,76
IRS 5L	%	5,01	4,80	4,28	3,98	4,90	4,16	4,11	3,97	3,94	4,00	4,00	4,00
IRS 10L	%	5,10	4,90	4,60	4,41	5,08	4,50	4,47	4,35	4,36	4,48	4,45	4,35
EUR/PLN	PLN	4,54	4,31	4,24	4,25	4,20	4,26	4,26	4,24	4,24	4,25	4,25	4,25
USD/PLN	PLN	4,20	3,98	3,76	3,75	3,99	3,76	3,65	3,66	3,68	3,74	3,78	3,79
CHF/PLN	PLN	4,68	4,52	4,52	4,22	4,44	4,55	4,55	4,54	4,32	4,21	4,19	4,17
GBP/PLN	PLN	5,22	5,09	4,95	4,82	5,03	5,02	4,92	4,83	4,79	4,83	4,83	4,83

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **8.12.2025** r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@santander.pl

serwis ekonomiczny w Internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

Piotr Bielski, dyrektor

691 393 119

Bartosz Białas

517 881 807

Adrian Domitrz

571 664 004

Marcin Luziński

510 027 662

Grzegorz Ogonek

609 224 857



Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska. telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl

Thank You.

Our purpose is to help people
and business prosper.

Our culture is based on believing
that everything we do should be:

Simple Personal Fair



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM

