

Jedna bitwa po drugiej

Polska gospodarka i rynki finansowe

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



Spis treści

■ Podsumowanie	s. 3
■ Konflikt na Bliskim Wschodzie	s. 6
■ PKB	s. 17
■ Inwestycje	s. 19
■ Konsumpcja	s. 21
■ Rynek pracy	s. 22
■ Inflacja	s. 23
■ Polityka pieniężna	s. 25
■ Polityka fiskalna	s. 27
■ Rynek finansowy	s. 28
■ Tabela z prognozami	s. 32



Podsumowanie (makro)

To miał być bardzo dobry rok dla polskiej gospodarki, ze wzrostem PKB blisko 4%, kulminacją cyklu inwestycyjnego, odporną konsumpcją i rynkiem pracy, inflacją stabilizującą się w pobliżu celu NBP i lekko opadającymi stopami procentowymi. Wciąż widzimy szanse na to, że tak właśnie będzie, chociaż powodzenie tego scenariusza zależy w dużym stopniu od tego, jak trwałe okaże się zaburzenie na rynku surowców wywołane atakiem Izraela i USA na Iran.

Od początku dekady światowa gospodarka toczy jedną bitwę po drugiej, zmagając się m.in. z globalną pandemią, kryzysem energetycznym, wzrostem geopolitycznej niestabilności, falą protekcyjizmu ekonomicznego, zmiennością na rynkach finansowych, a teraz potężnym zaburzeniem na rynkach surowcowych.

Nasz scenariusz bazowy opiera się na założeniu, że konflikt na Bliskim Wschodzie ulegnie złagodzeniu w stosunkowo krótkim czasie i nie pociągnie za sobą daleko idących konsekwencji. W takim wariantcie, wpływ wzrostu cen paliw na inflację byłby przejściowy, a na tempo wzrostu gospodarczego znikomy.

Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w tym roku na poziomie 3,9%, pomimo tego, że ostra zima schłodziła aktywność w przemyśle i budownictwie w styczniu i lutym, przez co tempo wzrostu gospodarczego w I kwartale będzie zapewne nieco słabsze niż w końcówce 2025 r. Dodatkowo, lekko obniżamy prognozę wzrostu inwestycji (choć wciąż będzie on imponująco wysoki, bliski 9%) za sprawą słabszego punktu startowego w budownictwie. Powinno to być skompensowane nieco wyższym niż wcześniej zakładaliśmy wzrostem konsumpcji.

Stopa inflacji zostanie podbita od marca do maja o 0,5-0,6 pp, głównie przez droższe paliwa, ale pozostaje w paśmie celu NBP (2,5% $\pm$ 1pp). Od czerwca dynamika CPI powinna zacząć się cofać w stronę ścieżki prognozowanej przed wybuchem konfliktu, kończąc rok blisko 3% r/r.

W tym scenariuszu Rada Polityki Pieniężnej wciąż mogłaby dokończyć cykl łagodzenia polityki pieniężnej ostatnią obniżką stóp procentowych w lipcu, kiedy nowa projekcja NBP potwierdzi, że średnioterminowe perspektywy inflacji pozostają korzystne.

Sytuacja finansów publicznych nie powinna ulec znaczącej zmianie, o ile szok surowcowy okaże się umiarkowany i krótkotrwały. Przejściowo wyższa inflacja mogłaby wręcz być lekko pozytywna dla dochodów podatkowych, więc ryzyko przekroczenia planowanego deficytu fiskalnego nie rośnie, tak długo jak rząd nie zdecyduje o podjęciu kosztownych działań chroniących budżety gospodarstw domowych.

Niemniej, rozwój sytuacji obarczony jest obecnie znacznie większą niż do tej pory niepewnością w związku z trudną do przewidzenia sytuacją geopolityczną. W związku z tym na początku raportu podsumowujemy główne kanały oddziaływania szoku surowcowego na gospodarkę. Wskazujemy też na ryzyko alternatywnych, mniej optymistycznych scenariuszy, gdyby przedłużający się konflikt spowodował utrwalenie wysokich cen surowców.



Podsumowanie (rynki)

Rynek walutowy

Pomimo dużej zmienności na rynkach finansowych ogółem w ostatnich miesiącach, krajowy rynek walutowy pozostaje oazą spokoju, a reakcja kursu złotego na epizody zwiększonej niepewności jest na razie bardzo umiarkowana.

W scenariuszu dość szybkiej deeskalacji (który uważamy wciąż za wariant najbardziej prawdopodobny) kurs EURPLN powinien powrócić na przewidywaną przez nas wcześniej trajektorię, stabilizując się wokół 4,25.

Niemniej, w scenariuszach przedłużenia lub eskalacji wojny z Iranem dalsze osłabienie złotego jest możliwe i prawdopodobne.

Rynek stopy procentowej

Rynek długu i stopy procentowej zareagował na wojnę w Iranie mocniej, przede wszystkim wyceniając rosnące ryzyko podwyżek stóp procentowych, a niekoniecznie pogarszające się perspektywy finansów publicznych.

W scenariuszu bazowym, zakładającym deeskalację na Bliskim Wschodzie w ciągu kilku tygodni, przewidujemy cofnięcie rynkowych oczekiwań dot. podwyżek stóp RPP (choć nie do poziomów z końca lutego), co powinno prowadzić do spadku rentowności krajowych obligacji (choć również raczej do poziomu z końca 2025 r. niż z lutego br.).



Prognozy 2026 – co się zmieniło?

Wskaźnik	Nasze prognozy w grudniu 2025	Nasze prognozy w marcu 2026
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.	W bazowym scenariuszu zakładamy, że zaburzenie na rynkach surowców będzie na tyle krótkotrwałe, że jego wpływ na dynamikę PKB pozostanie ledwie zauważalny. Mimo prawdopodobnie słabszego PKB w I kwartale z powodu srogiej zimy, utrzymujemy prognozę na cały rok na poziomie 3,9%.
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.	Nadal spodziewamy się silnego ożywienia inwestycji, za sprawą mobilizacji w wykorzystaniu środków z KPO. Ta część impulsu popytowego powinna być mało wrażliwa na wzrost cen surowców, chociaż widzimy rosnące ryzyko, że nie uda się w pełni wykorzystać środków. Przejściowy wzrost cen paliw na razie nie zaburza też naszej prognozy umiarkowanego wzrostu konsumpcji.
Rynek pracy	Dwucyfrowy wzrost nakładów inwestycyjnych będzie wymagał zwiększenia nakładów pracy. Dynamika płac może jeszcze trochę spowolnić, m.in. dzięki znacznie skromniejszym niż w poprzednich latach podwyżkom płacy minimalnej i w sferze budżetowej, ale pole do wyhamowania nie wydaje się znaczące.	Prognoza bez większych zmian.
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.	Wzrost cen surowców podbije inflację od marca, ale jeśli okaże się przejściowy, to w II półroczu ścieżka CPI powinna zbiegać do wcześniejszej prognozy, kończąc rok blisko 3% r/r.
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%.	Nadal zakładamy, że RPP obniży stopę referencyjną do 3,5%, ale szok surowcowy opóźni ostatni ruch w cyklu do lipca. Nawet jeśli dynamika CPI będzie wtedy jeszcze podwyższona, to świadomość normalizacji sytuacji oraz nowa projekcja NBP mogą dać zielone światło do decyzji RPP.
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.	Prognoza bez większych zmian. Krótkotrwałe zaburzenie surowcowe nie powinno zaszkodzić wpływom podatkowym, więc tak długo jak rząd nie zdecyduje się na kosztowne działania osłonowe, perspektywy fiskalne nie pogarszają się.
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.	Pomimo spadków rentowności w styczniu i lutym oraz odbicia w górę w marcu, utrzymujemy prognozę na resztę roku bez większych zmian. Normalizacja cen surowców powinna skorygować przesadzoną wycenę ryzyka podwyżek stóp NBP.
Rynek walutowy	Zakładamy, że polska waluta pozostanie dość stabilna, oscylując wokół 4,25 za euro.	Prognoza bez większych zmian.

Konflikt na Bliskim Wschodzie

1



Konflikt na Bliskim Wschodzie – kluczowe założenia

Publikujemy prognozy gospodarcze w dość burzliwym okresie, niedługo po wybuchu konfliktu w Iranie. Nasz scenariusz bazowy opiera się na założeniu, że konflikt na Bliskim Wschodzie ulegnie złagodzeniu w stosunkowo krótkim czasie. Gwałtowny wzrost cen ropy naftowej i gazu ziemnego będzie jednak miał wpływ na prognozę średniej inflacji. Dlatego korygujemy ją odpowiednio, zakładając, że ceny ropy i gazu ziemnego będą stopniowo spadać w najbliższych miesiącach. Perspektywy polityki pieniężnej również odzwierciedlają te założenia. Na tym etapie nie spodziewamy się znaczącego negatywnego wpływu na wzrost gospodarczy.

Długotrwały konflikt na Bliskim Wschodzie miałby dalej idące konsekwencje ekonomiczne. Gdyby tak rozwinęła się sytuacja, prognozy gospodarcze wymagałyby aktualizacji, uwzględniającej m.in. następujące aspekty:

- Podwyższone ceny ropy naftowej i gazu ziemnego przez cały rok
- Większy wpływ na ceny żywności, powodujący efekty drugiej rundy
- Zmiana perspektyw stóp procentowych, ponieważ pole manewru dla obniżek stóp procentowych uległoby zawężeniu
- Negatywny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego byłby raczej ograniczony
- Interwencje rządów mające na celu ochronę gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przed wysokimi cenami energii, zwiększające ryzyko fiskalne w środowisku, w którym pole manewru budżetowego może być ograniczone
- Korekty prognoz dotyczących rynku obligacji i kursów walutowych dla krajów spoza strefy euro



Konflikt na Bliskim Wschodzie – kanały oddziaływania

(1) Inflacja:

- Najszybszym kanałem, przez który konflikt w Zatoce Perskiej przełoży się na ceny w Polsce jest wzrost cen paliw – ich wpływ na CPI będzie widoczny już w marcu i kwietniu. Z większym opóźnieniem mogą ujawnić się wzrosty kosztów importu (za sprawą osłabienia złotego), transportu, nawozów i żywności, produkcji towarów, budownictwa.
- Uwaga rynków skupiona jest na cenach energii, ale „czarnym łabędziem” inflacyjnym mogą być ceny żywności, nie tylko za sprawą ich dużej wagi w koszyku CPI i silnej korelacji z cenami ropy i gazu, ale też m.in. z uwagi na dużą rolę krajów Zatoki Perskiej w światowej podaży nawozów (niemal połowa całkowitej produkcji mocznika). Ten efekt ujawni się jednak w pełni z większym opóźnieniem, zapewne przynajmniej kilku miesięcy.
- Krajowe ceny gazu, prądu, ogrzewania podlegają regulacji i mogą być przedmiotem działań osłonowych rządu, więc ich reakcja będzie po pierwsze odłożona w czasie, po drugie może być mitygowana. Obecne taryfy gazowe obowiązują do końca czerwca, energii elektrycznej do końca br.
- Od dostaw gazu i ropy z Zatoki Perskiej najbardziej uzależnione są kraje Azji, więc dłuższe zaburzenie może oznaczać koniec procesu zalewu rynków europejskich tanimi produktami z Chin, co może prowadzić do odwrócenia trendu dezinflacji w towarach importowanych.
- Niskie zapasy gazu w UE po zimie będą zapewne uzupełniane po dość wysokich cenach, co może przynajmniej w pewnym stopniu utrwalić proinflacyjny efekt zaburzenia.
- Wzrosty cen krajowych wynikające z presji kosztowej, w szczególności efekty drugiej rundy, mogą być z czasem hamowane osłabieniem/destrukcją popytu, w skali zależnej od stopnia schłodzenia koniunktury.

Czynniki łagodzące:

- Dywersyfikacja dostaw surowców w Europie obecnie dużo większa niż w latach 2021-22. Największe zaburzenie dostaw dotyczy Azji.
- Gospodarka europejska właśnie zaczynała przyspieszać, ale nie jest przegrzana w momencie wystąpienia szoku. Luka popytowa w punkcie startowym obecnie znacznie poniżej poziomu z 2021/22 r., a realne stopy procentowe wyższe.



Konflikt na Bliskim Wschodzie – kanały oddziaływania

(2) Wzrost gospodarczy:

- Wyższe koszty energii i żywności, tj. podstawowych kosztów życia – wydatków o niskiej elastyczności cenowej, zostawiają w budżetach gospodarstw domowych mniej przestrzeni na wydatki dyskrecyjne. To, plus wzrost niepewności ekonomicznej i spadek poczucia bezpieczeństwa, mogą osłabić dynamikę wydatków konsumpcyjnych.
- Wzrost inwestycji prywatnych również zagrożony spowolnieniem pod wpływem rosnących kosztów, wzrostu niepewności ekonomicznej i geopolitycznej, nieprzewidywalności warunków prowadzenia biznesu.

Czynniki łagodzące:

- Wysoka poduszka oszczędności zgromadzona przez gospodarstwa domowe, pozwalająca na „wygładzanie konsumpcji”.
- Duża część impulsu inwestycyjnego w tym roku związana z wykorzystaniem środków z KPO – potencjalnie mało wrażliwe na zmiany koniunktury globalnej i niepewność, chociaż znaczny wzrost kosztów mógłby uszczuplić ich realną wartość.
- Wystrzał cen gazu może przejściowo poprawić relację cen energii w Polsce vs inne kraje EU, z racji wciąż dużego udziału energii wytwarzanej z węgla (który też drożeje, ale wolniej – podobnie jak w latach 2021/22), wspierając konkurencyjność krajowej produkcji.
- Uderzenie kosztowe przede wszystkim w gospodarkę azjatycką może czasowo zmniejszyć presję konkurencyjną ze strony Chin.
- Kolejne zaburzenie w dostawach surowców kopalnych do Europy tworzy silny impuls do przyspieszenia transformacji energetycznej i inwestycji w odnawialne źródła energii.

Sektory potencjalnie narażone:

- Chemia, przemysł ciężki, materiały budowlane, rolnictwo, transport i logistyka, linie lotnicze, turystyka zagraniczna, AI (koszty energii)

Sektory, które mogą skorzystać:

- OZE, turystyka krajowa, krajowi producenci nawozów.



Konflikt na Bliskim Wschodzie – kanały oddziaływania

(3) Finanse publiczne:

- W naszej ocenie wpływ szoku surowcowego na finanse publiczne może być silnie nieliniowy.
- W przypadku umiarkowanego i krótkotrwałego zaburzenia, podbijającego głównie inflację, ale ze znikomymi negatywnymi skutkami dla aktywności gospodarczej, efekt netto może być lekko pozytywny dla wpływów podatkowych. W tym scenariuszu nie powinny być konieczne szeroko zakrojone działania osłonowe, a ewentualna absorbcja przejściowo wyższych cen surowców w marżach spółek skarbu państwa nie wpłynie na finanse publiczne w br. (choć w kolejnym ujawni się mniejszymi wpływami z dywidend).
- Im mocniejszy i trwalszy wzrost cen surowców i większa skala spowolnienia gospodarczego, w szczególności po stronie konsumpcji, tym bardziej bilans przesuwają się na niekorzyść dochodów budżetowych. Jednocześnie, większy i dłuższy wzrost cen surowców zwiększa ryzyko podjęcia przez rząd kosztownych decyzji, chroniących gospodarstwa domowe przed wzrostem kosztów utrzymania. Efekt: finanse publiczne w kleszczach (a) ubytku po stronie dochodów, (b) nieplanowanych wydatków, związanych z działaniami osłonowymi.
- Deficyt fiskalny w punkcie startowym (blisko 7% PKB) jest kilkakrotnie większy niż przed inwazją Rosji na Ukrainę (poniżej 2% PKB), co znacznie ogranicza przestrzeń do działania rządu i może generować większą nerwowość rynków finansowych. Trudny dylemat dla rządu, m.in. w kontekście nadchodzących wyborów parlamentarnych w 2027 r.
- W przypadku dużej skali globalnego szoku, banki centralne mogłyby ponownie podjąć się roli stabilizatora, łagodząc ewentualne zawirowania na rynkach długu.

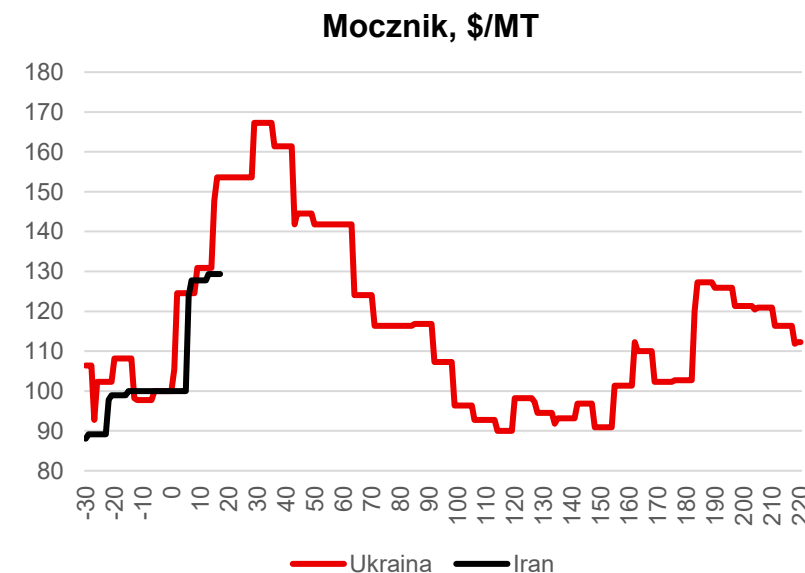
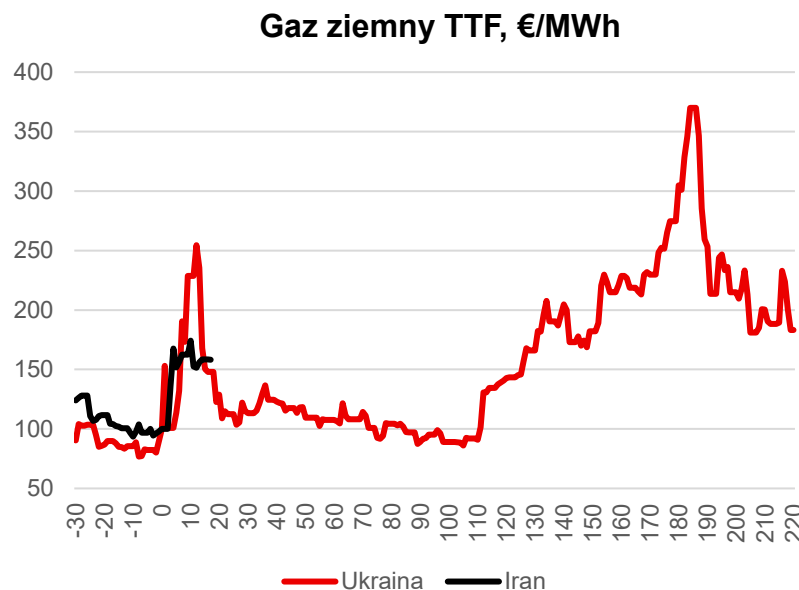
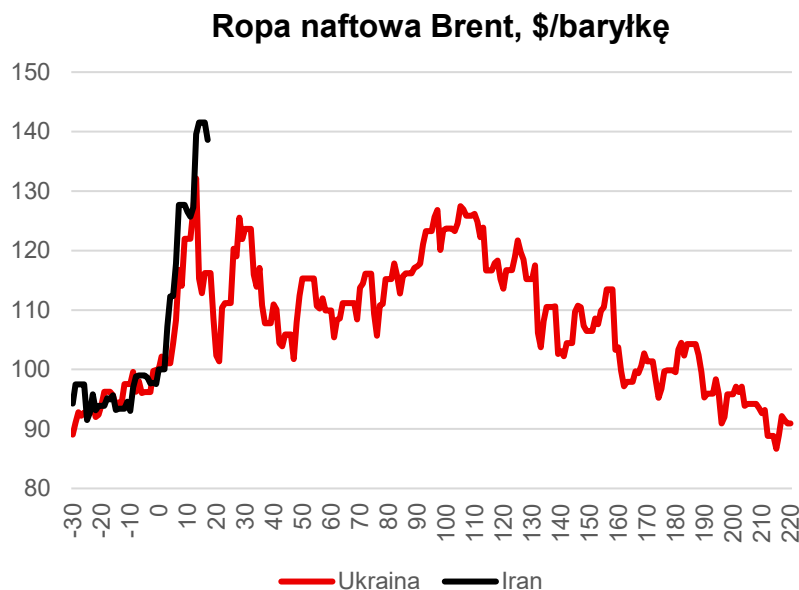
(4) Polityka pieniężna:

- Szok o charakterze podażowym stawia dylemat przed bankiem centralnym. Reakcja polityki pieniężnej na takie zaburzenie nie jest oczywista, jako że nie eliminuje źródła szoku. Niemniej, jeśli duża skala wzrostu inflacji podniesie oczekiwania inflacyjne, następuje spadek realnych stóp procentowych, więc brak reakcji jest de facto złagodzeniem polityki. Dodatkowo, ewentualne działania osłonowe ze strony rządów i ekspansja fiskalna zniekształcają podażową naturę szoku. W końcu, banki centralne po doświadczeniu ze zbyt późną reakcją na szok wywołany inwazją Rosji na Ukrainę, mogą mieć tym razem większą skłonność do reakcji z wyprzedzeniem.

Konflikt na Bliskim Wschodzie – reakcja rynkowa

Zmiana cen ropy naftowej w pierwszych dwóch tygodniach od rozpoczęcia ataku na Iran jest bardziej gwałtowna niż w analogicznym okresie po inwazji Rosji na Ukrainę w 2022 r., reakcja cen gazu ziemnego jest znacznie mniejsza, notowania mocznika w porcie New Orleans zachowują się na razie w analogiczny sposób.

Zachowanie rynków w okresie tuż przed i po (1) inwazji Rosji na Ukrainę, (2) ataku Izraela i USA na Iran (dzień przed atakiem = 100)



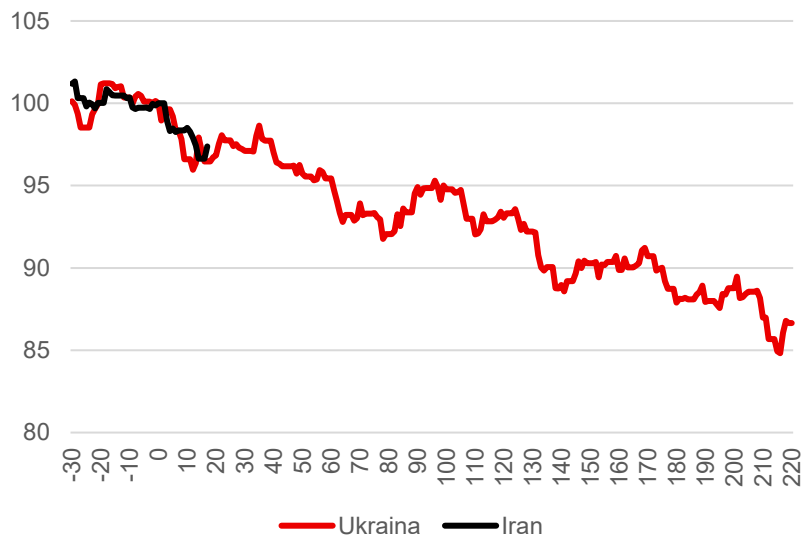
Konflikt na Bliskim Wschodzie – reakcja rynkowa



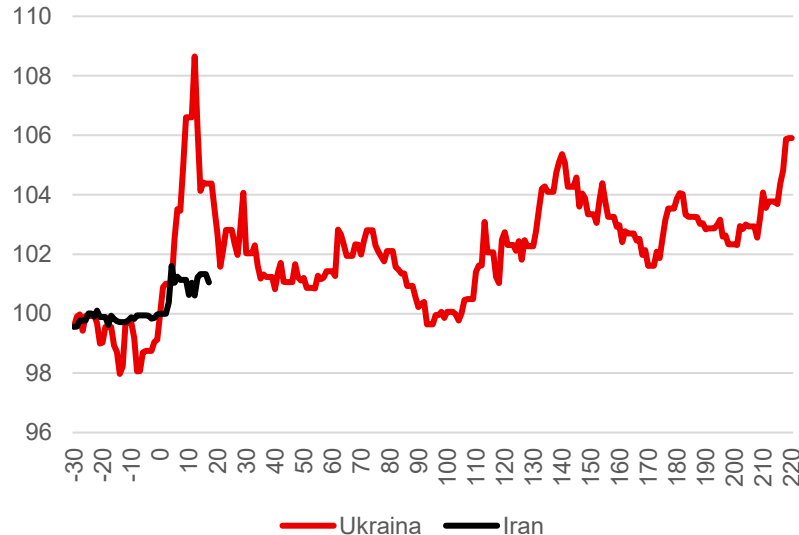
Skala umocnienia dolara amerykańskiego w obecnym epizodzie jest analogiczna do obserwowanej w 2022 r. Reakcja polskiego rynku obligacji jest na razie nieco mniejsza, a reakcja kursu złotego o wiele słabsza niż w okresie po inwazji Rosji na Ukrainę.

Zachowanie rynków w okresie tuż przed i po (1) inwazji Rosji na Ukrainę, (2) ataku Izraela i USA na Iran (dzień przed atakiem = 100)

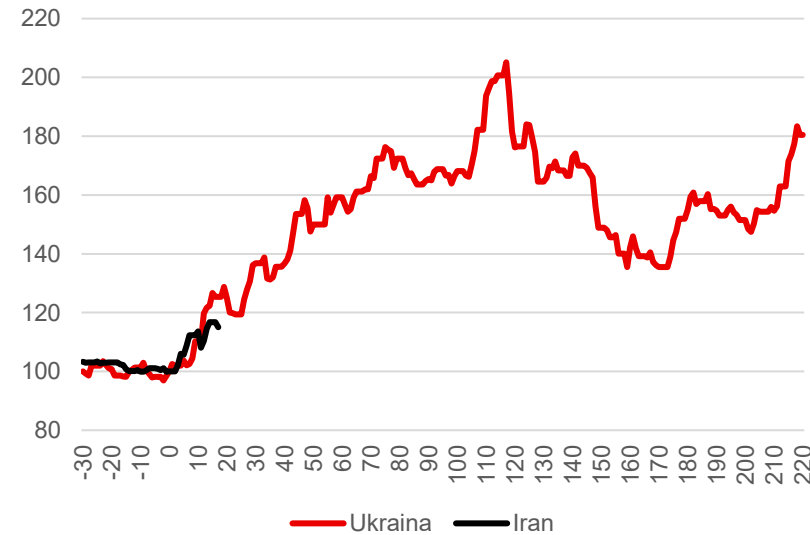
Kurs EURUSD



Kurs EURPLN



Rentowność polskich 10L obligacji skarbowych





Scenariusz bazowy – Szybka deeskalacja

	Scenariusz 1 – Szybka deeskalacja (prawdopodobieństwo 50%) Konflikt wygasa po max 4-6 tyg. Ceny ropy i gazu w ciągu 2-3 mies. cofają się do poziomów z lutego.
CPI	Inflacja od marca do maja podbita w górę o 0,5-0,6 pp, głównie przez droższe paliwa, ale pozostaje w paśmie celu NBP (2,5% $\pm$ 1pp). Od czerwca CPI zaczyna się cofać w stronę ścieżki prognozowanej przed wybuchem konfliktu, kończąc rok blisko 3% r/r.
PKB	Zaniedbywalny wpływ na tempo wzrostu PKB. Nasza prognoza na poziomie 3,9% nie wydaje się zagrożona.
Polityka pieniężna	Nawet w przypadku szybkiej deeskalacji w Iranie, normalizacja cen surowców zajmie parę miesięcy. Na kwietniowym posiedzeniu RPP oprócz niskiego odczytu inflacji z lutego (2,1% r/r) będzie już znany wstępny szacunek CPI za marzec, podbity wyższymi cenami paliw. Zakładamy, że oddala to kolejną obniżkę stóp do lipca, kiedy to nowa projekcja NBP potwierdzi wciąż dobre średnioterminowe perspektywy inflacji.
Polityka fiskalna	Bez większego wpływu. Koszty przejściowo wyższych cen surowców absorbowane częściowo w marżach państwowych spółek, bez obciążenia finansów publicznych w br.
Rynek walutowy	Po przejściowym umiarkowanym osłabieniu złotego, kurs EURPLN stabilizuje się w pobliżu 4,25, zgodnie z naszą wcześniejszą prognozą.
Rynek obligacji	Wraz z normalizacją na rynkach surowców, rynek FRA i IRS koryguje nadmierne oczekiwania dot. ryzyka podwyżek stóp przez RPP. W efekcie, rentowności obligacji też korygują wzrosty z początku marca – 10L wraca do poziomu lekko powyżej 5%.



Scenariusz 2 – Przedłużona niepewność

	Scenariusz 2 – Przedłużona niepewność (prawdopodobieństwo 30%) Konflikt trwa, ale nie eskaluje gwałtownie. Transport przez Cieśninę Ormuz utrudniony, ale możliwy. Ceny ropy i gazu pozostają na do końca br. mniej więcej 15-20% powyżej poziomów z lutego.
CPI	Trajektoria CPI trwale przesunięta w górę: od marca do grudnia inflacja w trendzie wzrostowym, kończąc rok ok. 4% r/r.
PKB	Światowy wzrost gospodarczy osłabiony o 0,2-0,3 pp*. Wpływ na polską gospodarkę mniejszy (poniżej 0,2 pp), jako że duża część impulsu inwestycyjnego finansowanego ze środków UE będzie mało wrażliwa na ceny energii.
Polityka pieniężna	Odwrócenie trendu dezinflacyjnego zamyka drzwi do łagodzenia polityki pieniężnej. RPP nie spieszy się jednak z rozważaniem podwyżek stóp, rozpoznając podażowy charakter szoku oraz umiarkowaną skalę i przejściowy charakter zaburzenia inflacyjnego. Stopy NBP bez zmian do końca roku na 3,75%.
Polityka fiskalna	Wyższa inflacja przy niewielkiej skali spowolnienia aktywności gospodarczej może per saldo nie odbić się negatywnie na wpływach podatkowych. Jeśli umiarkowana skala wzrostu kosztów energii nie skłoni rządu do podjęcia kosztownych fiskalnie działań osłonowych, ryzyko przestrzelenia deficytu fiskalnego ponad 7% PKB nie musi wzrosnąć.
Rynek walutowy	Trwale wyższa awersja do ryzyka, spadek realnych stóp procentowych i głębszy deficyt w handlu zagranicznym odzwierciedlone w stabilizacji złotego na słabszych poziomach: EURPLN w przedziale 4,30-4,35.
Rynek obligacji	Oslabienie nastrojów na rynku długu utrzymuje się dłużej, rentowność obligacji 10L rośnie ponownie w stronę 6% na fali awersji do ryzyka i obaw o konsekwencje ekonomiczne i fiskalne, potem stopniowo schodzi w dół, ale trwale wyraźnie powyżej 5%.



Scenariusz 3 – Konflikt narasta

	Scenariusz 3 – Konflikt narasta (prawdopodobieństwo 20%) Dalsza eskalacja geopolityczna, powiązana z blokadą Zatoki Perskiej i/lub zniszczeniami infrastruktury do produkcji ropy i gazu. Ceny ropy rosną trwale powyżej \$100/b, gazu do/ponad €100/MWh.
CPI	Silny wzrost cen paliw i energii pcha w górę ceny żywności i innych towarów i usług; zaburzenia w transporcie i dostawach z Azji odwracają efekt importu dezinflacji. Skala wzrostu inflacji osłabiona działaniami osłonowymi w zakresie cen energii, ale i tak możliwy wzrost CPI w pobliżu 6% r/r na koniec 2026 r. Presja na wzrost cen gazu, prądu i żywności przenosi się na 2027 r.
PKB	Światowy wzrost PKB niżej o ok. 0,6 pp* Krajowy wzrost w 2026 niżej o 0,3-0,5 pp, częściowo chroniony „sztywnością” inwestycji finansowanych z KPO. Skokowe pogorszenie terms of trade szybko pogarsza saldo handlu zagranicznego. Większa skala spowolnienia gospodarczego możliwa w 2027 r.
Polityka pieniężna	Szok podaży teoretycznie nie musi wymagać reakcji banku centralnego, ale (1) wzrost inflacji mocno obniża stopy realne, (2) działania osłonowe rządu i ekspansja fiskalna zniekształcają podażową naturę szoku. W lipcu możliwa pierwsza podwyżka stóp, stopa referencyjna na koniec roku 5,0%.
Polityka fiskalna	Rząd staje przed arcytrudnym wyborem: ochrona gospodarstw domowych kosztem dalszej destabilizacji finansów publicznych. Słabszy wzrost gospodarczy i większe wydatki pompują deficyt do 10%+ PKB.
Rynek walutowy	W obliczu dalszego wzrostu niepewności i globalnej awersji do ryzyka, dolar zyskuje na wartości, a waluty rynków rozwijających się, w tym złoty, osłabiają się. Trudno wskazywać konkretne docelowe poziomy, ale w wariantcie poważnej eskalacji zawirowań rynkowych EURPLN przejściowo w okolicy 4,50 wydaje się prawdopodobny.
Rynek obligacji	Umocnienie oczekiwań dot. podwyżek stóp NBP oraz wzrost obaw o stabilność finansów publicznych windują rentowności do znacznie wyższych poziomów, w tym 10-letnich do 7%.

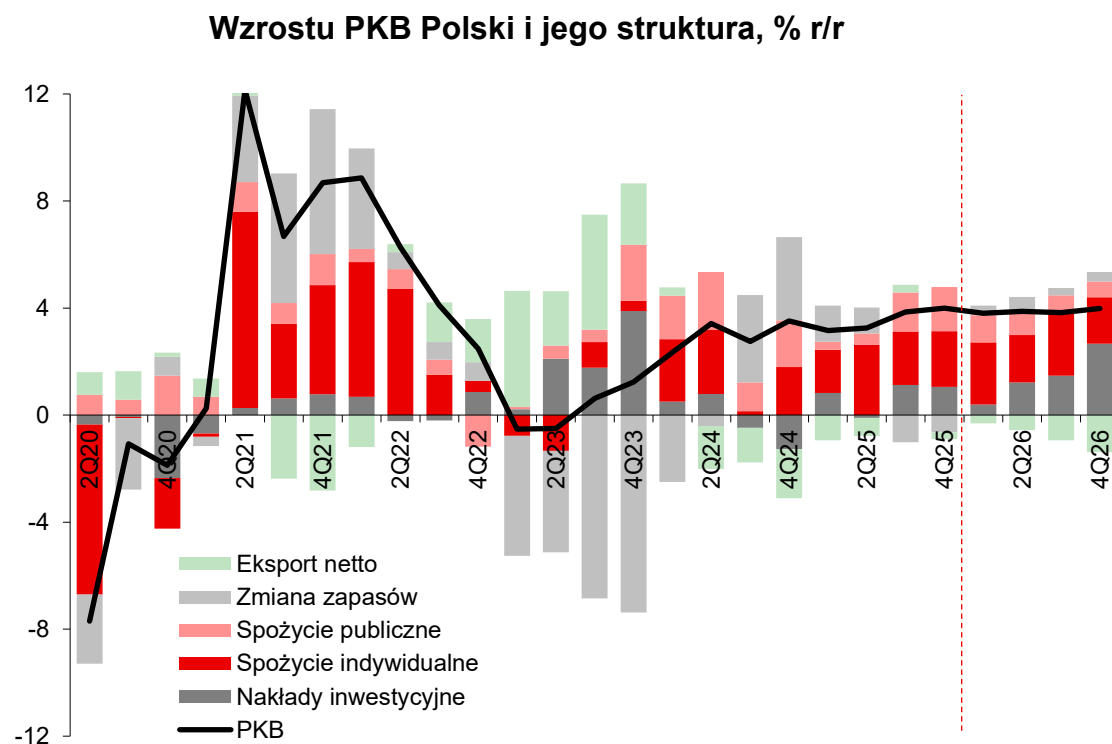
Gospodarka

2

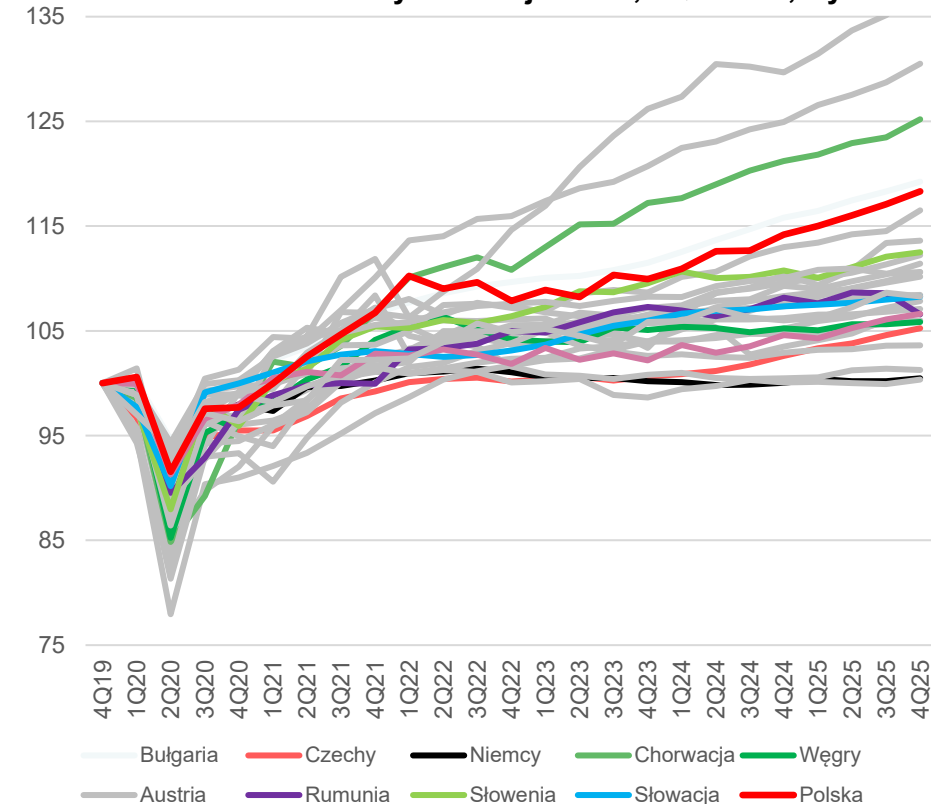
Scenariusz bazowy – wzrost PKB nadal bliski 4%

Polska wróciła do grona liderów wzrostu gospodarczego w Europie, przyspieszając w końcu 2025 r. do 4% r/r, i w tym roku powinna utrzymać się w czołówce najszybciej rozwijających się krajów UE i CEE. Zaburzenie cen ropy i gazu – o ile będzie przejściowe i umiarkowane – nie zmieni zasadniczo ścieżki wzrostu PKB, w którym rosnący udział mają mieć względnie mało wrażliwe na ceny surowców inwestycje finansowane z KPO. Liczymy wciąż na utrzymanie dynamiki konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach na umiarkowanym poziomie 3,5-4% i silne przyspieszenie inwestycji brutto, średniorocznie o niemal 9%.

Wyjątkowo sroga zima odcisnęła piętno na aktywności ekonomicznej w styczniu i lutym, przez co wzrost gospodarczy w I kw. 2026 może być nieco słabszy niż wcześniej zakładaliśmy, trochę poniżej 4% r/r. Podtrzymujemy jednak prognozę wzrostu PKB w całym roku 2026 na poziomie 3,9%.



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





Konflikt na Bliskim Wschodzie – wpływ na PKB

Poniżej przedstawiamy zestawienie badań i szacunków, które mogą pomóc ocenić, jak konflikt na Bliskim Wschodzie i wywołany nim wzrost cen surowców mogą wpłynąć na krajową aktywność gospodarczą. Wyniki przedstawionych badań zostały przez nas przeskalowane w taki sposób, aby można było na ich podstawie ocenić, jak 10-procentowy wzrost cen ropy naftowej wpływa na wzrost PKB. **Należy podkreślić, że zastosowane przez nas przybliżenie poświęca potencjalne efekty nieliniowe i zniekształca wyniki badań, ale umożliwia łatwą analizę scenariuszową.**

Przeanalizowane przez nas badania wskazują, że wzrost cen ropy o 10% może wiązać się z obniżeniem wzrostu PKB o około 0,3 pkt proc. Warto dodać, że według badania Gradzewicza i in. (2024) wzrost cen ropy wpływa negatywnie na wszystkie składowe PKB (przy czym wpływ na import jest mocniejszy niż wpływ na eksport, co przekłada się na dodatni efekt eksportu netto), a najmocniejszy negatywny wpływ dotyczy konsumpcji prywatnej.

Niemniej, oceniamy, że **faktyczny wpływ szoku surowcowego na wzrost PKB w 2026 r. byłby wyraźnie mniejszy** niż wynika z powyższych szacunków, ze względu na to, że jednym z głównych motorów PKB ma być ożywienie inwestycyjne finansowane środkami UE, o ograniczonej wrażliwości na ceny surowców.

Badanie	Zakres badania	Badana gospodarka	Wnioski	Implikowany wpływ 10-procentowego wzrostu cen ropy na wzrost PKB
Narodowy Bank Polski Gradzewicz i in. (2024) <i>The impact of energy price increases on the Polish economy</i>	Ocena wpływu, jaki na polską gospodarkę wywarły szoki cen energii, które wystąpiły po inwazji Rosji na Ukrainę.	Polska	Szoki cen energii z 2022 r. doprowadziły do spadku PKB o 2,9% względem scenariusza bazowego, w tym szok cen ropy odpowiadał za spadek PKB o 1,3%.	-0,2 pkt proc.
Instytut Badań Strukturalnych, Antosiewicz i in. (2022) <i>The economic effects of stopping Russian energy imports in Poland</i>	Oszacowanie wpływu, jaki na Polską gospodarkę wywarłoby zaprzestanie importu surowców energetycznych z Rosji.	Polska	Zaprzestanie importu surowców z Rosji może doprowadzić do spadku PKB o 0,2-3,3% w pierwszym roku, w zależności od skali wzrostu cen (symulowane wzrosty cen ropy wynoszą ~ 10-60% w pierwszym roku).	Między -0,2 a -0,5 pkt proc.
Jiménez-Rodríguez i Sánchez (2005) <i>Oil price shocks and real GDP growth: empirical evidence for some OECD countries</i>	Empiryczna ocena wpływu szoku cen ropy na aktywność gospodarczą w głównych gospodarkach uprzemysłowionych.	m.in. Niemcy i strefa euro	Wśród krajów importujących ropę, szok cen ropy ma negatywny wpływ na wzrost PKB we wszystkich badanych przypadkach poza Japonią. Między innymi, wzrost cen ropy o 1% prowadzi do spadku PKB strefy euro i Niemiec o około 0,03% w pierwszym roku.	-0,3 pkt proc.



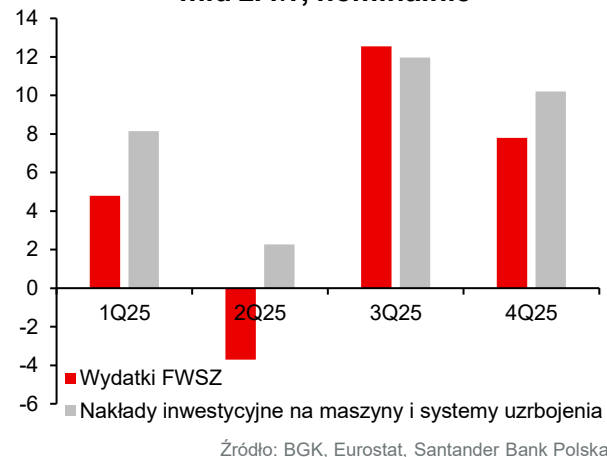
Inwestycje – nadal liczymy na silne odbicie

Wzrost inwestycji w 2025 r. wynikał prawie wyłącznie ze zwiększenia nakładów na maszyny i systemy uzbrojenia – prawdopodobnie z dominującym udziałem drugiego z tych elementów. W 2026 r., większą rolę we wzroście inwestycji powinny odegrać wydatki finansowane funduszami unijnymi, głównie KPO. Impuls inwestycyjny wynikający z działań zbrojeniowych będzie zależny od kształtu i tempa wydatków prowadzonych w ramach nowych programów rządowych (SAFE), których szczegółowe plany nie są publicznie znane. Dostępne informacje nt. innych programów zbrojeniowych, przede wszystkim finansowanych z Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, sugerują, że prowadzone w ich ramach działania powinny nadal wspierać wzrost inwestycji, lecz z mniejszą siłą niż w 2025 r.

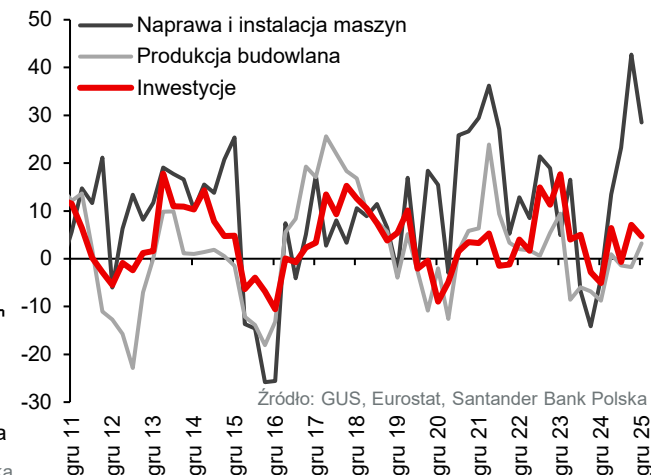
Według planu finansowego FWSZ wydatki na realizację celów określonych w programie rozwoju sił zbrojnych mają wynieść w 2026 r. 72,2 mld zł, czyli o 20,8 mld zł więcej niż w 2025 r. Niemniej, w ubiegłych latach wydatki nie były realizowane w pełni, co sugeruje, że faktyczny wzrost może być bliższy 5–10 mld zł. Przy pominięciu efektu zmiany cen i przy założeniu, że wydatki będą skierowane wyłącznie na inwestycje, dodałoby to do wzrostu inwestycji około 1 pkt proc. Dla porównania, w 2025 r. wzrost wydatków wyniósł 21,4 mld zł, co przy tych samych założeniach mogło zwiększyć wzrost inwestycji o ponad 3 pkt proc.

Prognozujemy, że wzrost inwestycji w 2026 r. wyniesie 8,8%, w tym 3% r/r w I kw. Zakładamy, że wynik w I kw. będzie niższy niż szacowane przez nas wcześniej 8% r/r z powodu niekorzystnych warunków pogodowych, które m.in. zmniejszyły aktywność budowlaną. W kolejnych kwartałach spodziewamy się mocniejszych wzrostów, wynikających nie tylko z zaniku negatywnego wpływu pogody na aktywność inwestycyjną, ale także z wyższych wydatków z KPO i funduszy perspektywy finansowej 2021–2027.

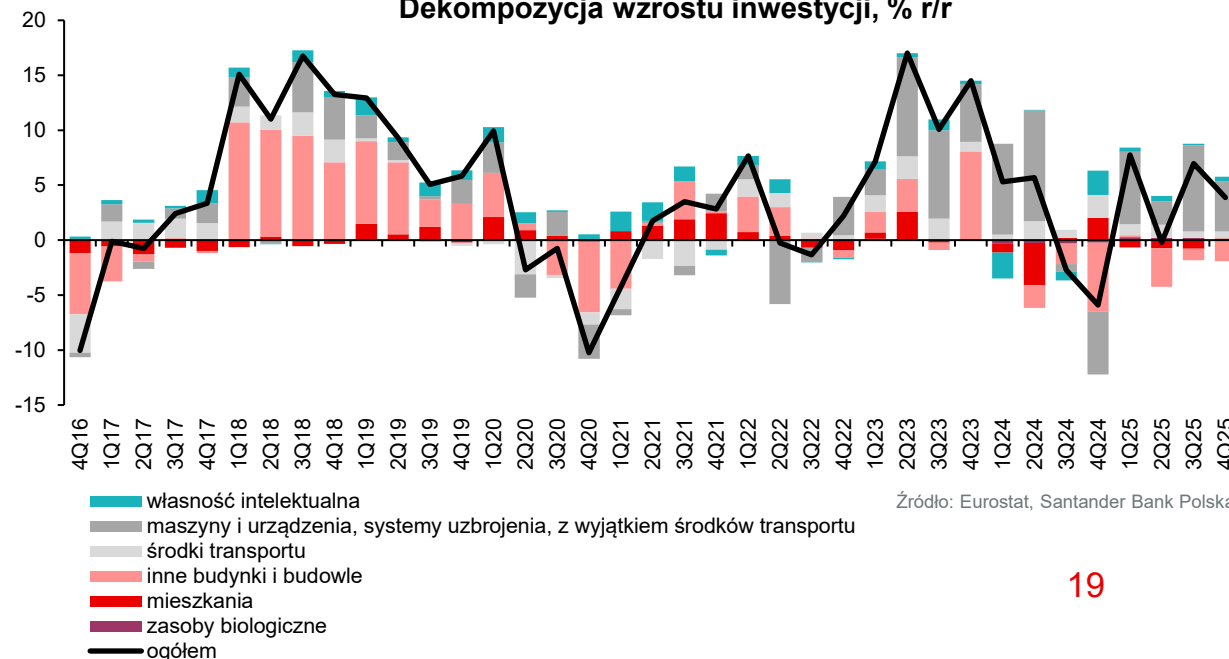
Wzrosty nakładów inwestycyjnych na maszyny a wzrosty wydatków FWSZ, mld zł r/r, nominalnie



Inwestycje a instalacje maszyn i produkcja budowlana, % r/r



Dekompozycja wzrostu inwestycji, % r/r





Rośnie ryzyko niepełnego wykorzystania KPO

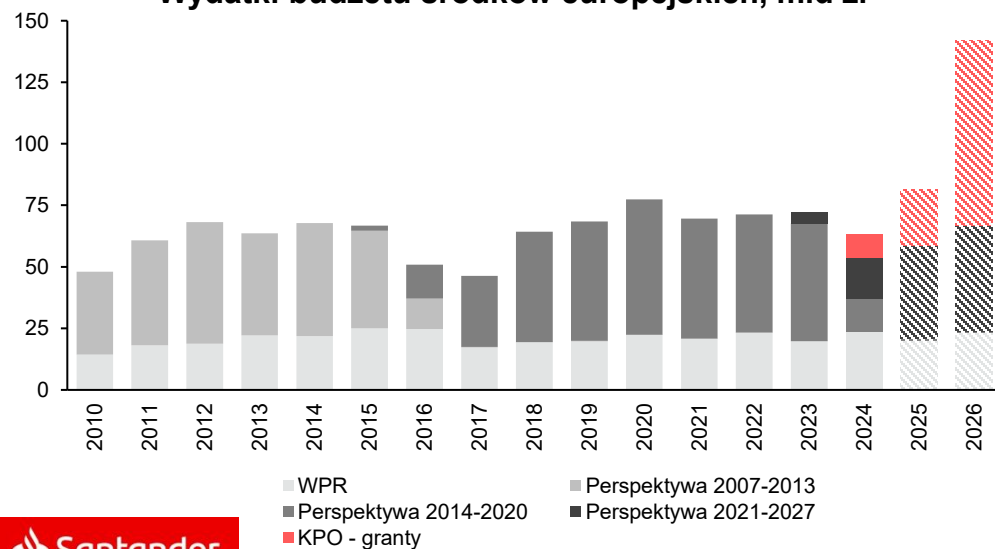
Na początku lutego minister funduszy i polityki regionalnej oceniła, że ze względu na 2-letnie opóźnienie na pewno nie uda się zainwestować 100% środków z KPO.

Dotychczas zakładaliśmy, że pomimo opóźnionego startu programu odpowiednio szybkie wdrażanie KPO może pozwolić na niemal pełne wykorzystanie jego części dotacyjnej, wartej około 110 mld zł. Wypowiedź minister nie zawierała wskazówek, jak duża część tej puli może zostać niewykorzystana. Jak zapowiedziała, dokładniejsze informacje o możliwej realizacji KPO mają być dostępne w połowie roku.

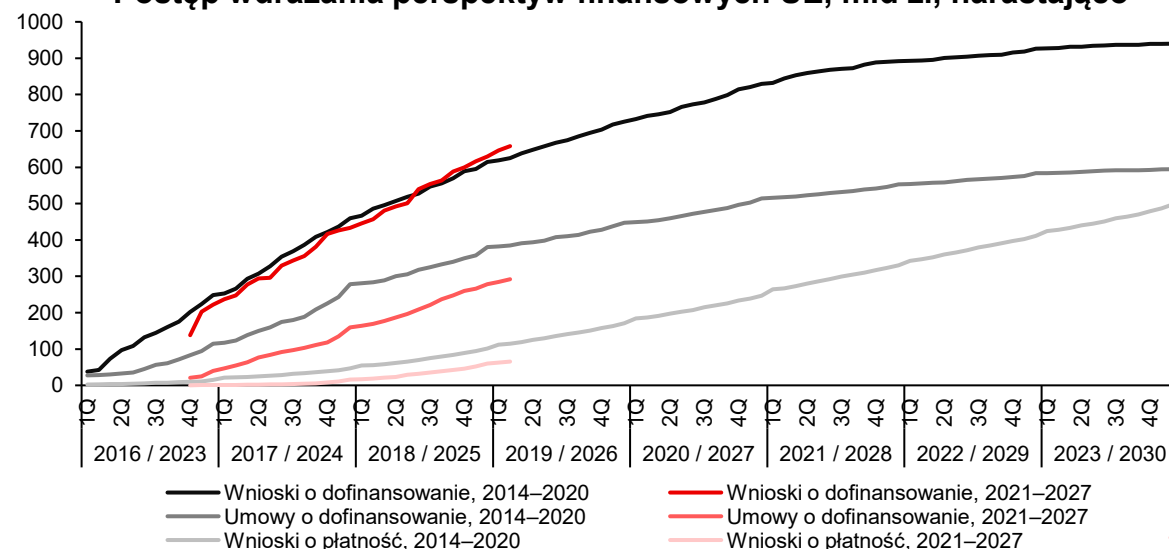
Z drugiej strony, na początku marca minister poinformowała, że prawie wszystkie środki z puli grantowej KPO zostały już zakontraktowane. Przy założeniu, że dofinansowanie otrzymują jedynie te projekty, których realizacja w dostępnym czasie jest realistyczna, wypowiedź ta sugeruje, że ryzyko niewykorzystania powinno dotyczyć jedynie niewielkiej części dotacji. W związku z tym dopóki ministerstwo nie opublikuje szczegółowych przewidywań realizacji KPO, postanowiliśmy nie zmieniać naszej dotychczasowej prognozy, zgodnie z którą wydatki dotacji KPO powinny wynieść w 2026 r. około 75 mld zł.

Realizacja perspektywy finansowej 2021–2027 przebiega zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Na koniec lutego wartość podpisanych umów o dofinansowanie była równa około 292 mld zł, a wartość złożonych wniosków o płatność – 65,4 mld zł. W samym 2025 r. wartość złożonych wniosków o płatność wyniosła około 43 mld zł, co sugeruje, że realizacja wydatków perspektywy 2021–2027 mogła być nawet odrobinę lepsza, niż przewidywaliśmy. Oczekujemy, że w 2026 r. wydatki funduszy perspektywy znajdą się na poziomie przekraczającym 40 mld zł.

Wydatki budżetu środków europejskich, mld zł



Postęp wdrażania perspektyw finansowych UE, mld zł, narastająco



Konsumpcja prywatna trzyma się nieźle

W IV kw. ub.r. konsumpcja prywatna w cenach stałych przyspieszyła do 4,2% r/r z 3,5% r/r w kwartał wcześniej. W tym czasie sprzedaż detaliczna urosła średnio o 4,6% r/r w ujęciu realnym, a jej wynik za styczeń pokazał zaskakującą odporność (4,4% r/r, przy oczekiwaniach na wyhamowanie do 3,0% r/r, z uwagi na mrozy). Wg nas dobry styczniowy wynik nie oznacza słabości w kolejnych miesiącach, tj. siła nabywcza konsumentów nie została pochłonięta dużo wyższymi kosztami ogrzewania. Nasza [analiza danych kartowych](#) i struktura sprzedaży detalicznej pokazały w styczniu solidny popyt na niektóre towary (odzież i obuwanie) i jednocześnie prawdopodobnie odroczenie części zakupów (dobra trwałe). **Podtrzymujemy prognozę wzrostu konsumpcji prywatnej o ok. 3,5% w tym roku, z kwartalnymi wynikami mieszczącymi się w przedziale 3-4% r/r.**

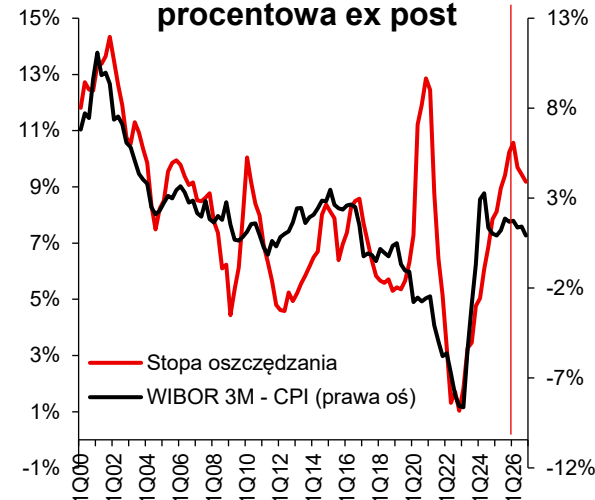
Nasze poglądy na rynek pracy, koniunkturę gospodarczą i ścieżkę stóp procentowych w tym roku wskazują na dalsze hamowanie dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w ujęciu nominalnym, ze średnio 10% w ub.r. do ok. 5%, co dałoby realny wzrost o nieco ponad 2% w tym roku.

W tych warunkach utrzymanie tempa wzrostu konsumpcji wymaga założenia, że rozpocznie się spadek stopy oszczędzania z podwyższonych poziomów. Dokonane i ewentualne dalsze obniżki stóp powinny temu sprzyjać, chociaż póki co działają słabiej niż zakładaliśmy. Wygląda więc na to, że obecna wysoka stopa oszczędzania jest nie tyle przejściowym odreagowaniem stresów (wojna w sąsiednim kraju, wcześniejszy okres wysokiej inflacji) co strukturalną zmianą podejścia konsumentów.

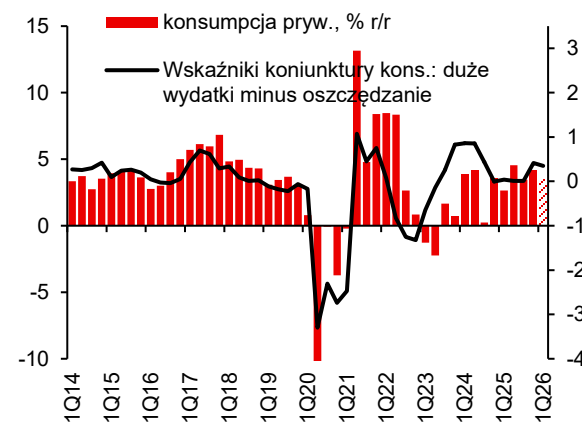
Depozyty gospodarstw domowych rosnące wciąż w tempie ponad 8% r/r, rekordowe napływy do funduszy inwestycyjnych i solidny popyt na obligacje detaliczne pokazują, że utrzymuje się postawa pro-oszczędnościowa. Wg badania koniunktury konsumenckiej GUS od połowy ub.r. wyraźnie więcej jest wskazań na możliwość odłożenia pieniędzy w perspektywie kolejnych 12 mies., a wskaźnik wyrażający możliwość oszczędzania ma za sobą serię bicia rekordów.

Nasz model ekonometryczny dla stopy oszczędzania jest w ostatnich kwartałach bezradny – po uwzględnieniu wahań realnej stopy procentowej, efektu poprawy sytuacji finansowej, pewnego nasilenia obaw o utratę pracy, nadal pozostaje niewyjaśniony kawałek warty ok. 2pp. W trakcie pandemii taki nadzwyczajny dodatek do stopy oszczędzania wynosił 2,5-3pp. W scenariuszu bazowym zakładamy utrzymanie się tego dodatkowego komponentu i spadek zgodny z obniżaniem się realnej stopy procentowej. W wariancie 2. przyjmujemy, że konsumenci przejdą w tryb wygładzania konsumpcji i ten dodatkowy element zaniknie. W wariancie 3. zakładamy włączenie się trybu ostrożnościowego, czyli podbicie stopy oszczędzania o jeszcze 2pp. Scenariusze różnią się też pod względem dochodów do dyspozycji.

Stopa oszczędzania gospodarstw domowych a realna stopa procentowa ex post



Konsumpcja prywatna a deklarowana postawa wobec wydatków i oszczędzania



Źródło: GUS, Santander Bank Polska



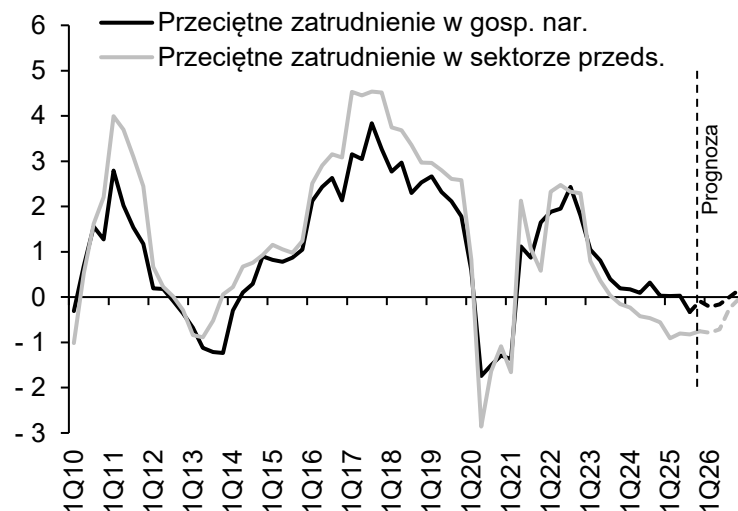
Czy rynek pracy ponownie oprze się kryzysowi?

Miesięczne dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw przyzwyczyły nas już do utrzymujących się od 2 lat spadków rzędu 0,5-1,0% r/r. Jednak **dane BAEL za IV kw. potwierdziły pozytywny sygnał z danych kwartał wcześniej – w skali całej gospodarki liczba pracujących wzrosła o 0,6% r/r**, po 0,5% w III kw. 2025 r. Dane o liczbie osób ubezpieczonych w ZUS wskazują, że podobnie jak w poprzednich okresach spadek liczby pracujących na umowie o pracę (-0,3% r/r w grudniu) równoważony był wzrostami liczby pracujących na umowie zlecenia (4,8% r/r) i prowadzących pozarolniczą działalność gospodarczą (2,3% r/r). Krajowy rynek był też w dalszym ciągu wspierany rosnącą liczbą cudzoziemców (1289 tys. ubezpieczonych na koniec 2025 r., o 8,0% więcej r/r).

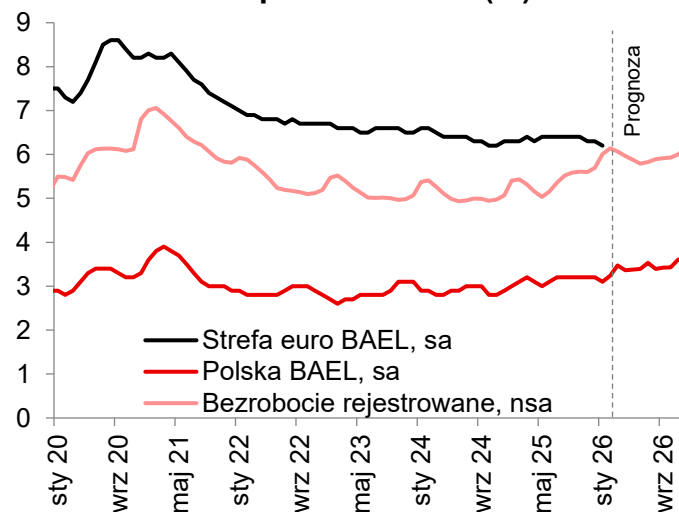
Poprzednie lata pokazały, że nawet w obliczu dużych szoków gospodarczych zatrudnienie i bezrobocie nie reagowało zbyt mocno. Mimo że wzrosty bezrobocia rejestrowanego są w ostatnich miesiącach napędzane zmianami procedur i finansowania urzędów, to w obliczu ryzyka pogorszenia koniunktury światowej mogą się przyczynić do silniejszej reakcji na szok – poprzez wyższy punkt startowy poziomu bezrobocia oraz niższą zdolność do amortyzacji spadku popytu. Zamiast spodziewanej przez nas niedawno odbudowy popytu na nowych pracowników, **obecnie możemy oczekiwać w najlepszym razie dalszej stagnacji rynku**, a w bardziej pesymistycznym wariancie – stopniowego wzrostu bezrobocia.

W naszym poprzednim raporcie prognozowaliśmy stopniowe obniżanie się dynamiki nominalnych płac od ok. 7% na początku br. do ok. 6% pod koniec 2026 r. Uważamy, że w perspektywie kilku kwartałów prognozy te nie są silnie zagrożone. W sytuacji, gdybyśmy mieli do czynienia w niedługim czasie z wyższą (niż do niedawna sądziliśmy) inflacją, niższym wzrostem PKB i/lub wyższą awersją podmiotów gospodarczych do ryzyka – czynniki pro- i anty-inflacyjne mogą się równoważyć. Obawy o wzrost bezrobocia będą tłumić wzrost oczekiwań płacowych, niska podwyżka płacy minimalnej utrwali obecny rozkład wynagrodzeń, a **to, co może ucierpieć bezpośrednio i najszybciej – to siła nabywcza płac**, czyli wolniejsza dynamika płac realnych. Ten ostatni element będzie wówczas osłabiał wzrost konsumpcji prywatnej.

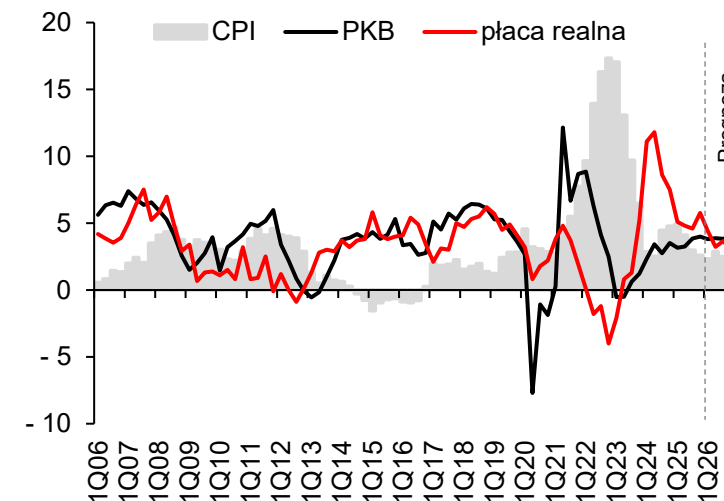
Przeciętne zatrudnienie, % r/r



Stopa bezrobocia (%)



Wynagrodzenia realne w GN vs wzrost PKB i CPI (r/r)





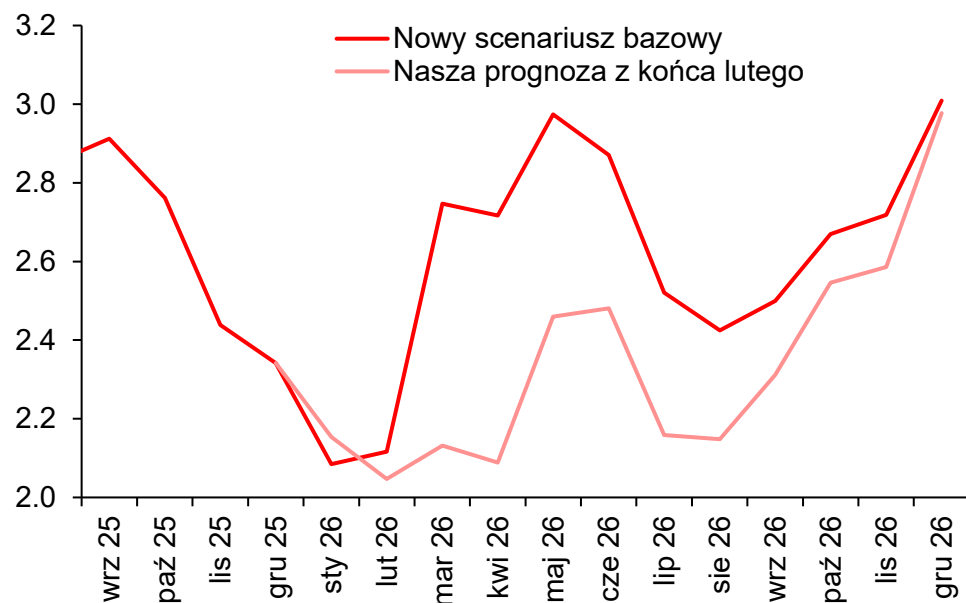
Inflacja – rewizja w górę

W związku z wojną na Bliskim Wschodzie **podnosimy nasze prognozy inflacji CPI**: obecnie zakładamy, że wyniesie ona średnio 2,6% w tym roku w porównaniu do 2,3% prognozowanych przez nas pod koniec lutego. Prognoza na koniec roku pozostała z grubsza stabilna, na poziomie 3,0%.

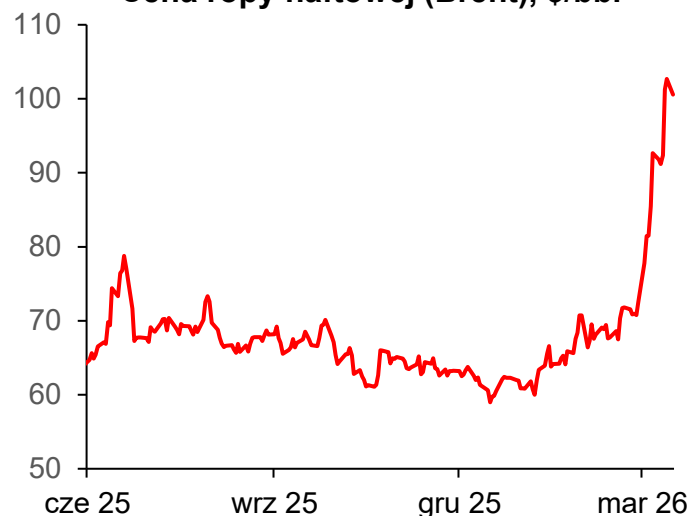
Rewizja w górę opiera się na następujących założeniach: 1) wyższy przebieg cen ropy naftowej i przez to paliw w Polsce, 2) wyższe ceny gazu, które jednak nie przełożą się na wzrost taryf, choć wpłyną na wzrost cen gazu płynnego, 3) nieznacznie wyższy przebieg cen żywności, 4) słabszy złoty. Najważniejszym czynnikiem, podbijającym naszą prognozę na 2026 r. są ceny paliw.

Zakładamy przy tym w scenariuszu bazowym, że wszystkie te efekty są przejściowe i potrwać nie dłużej niż parę miesięcy.

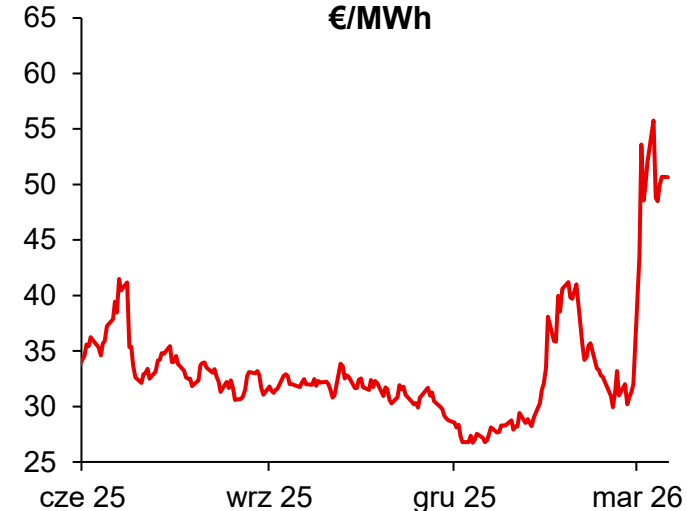
CPI – nasze prognozy, % r/r



Cena ropy naftowej (Brent), \$/bbl



Cena ropy gazu ziemnego (TTF Holandia), €/MWh



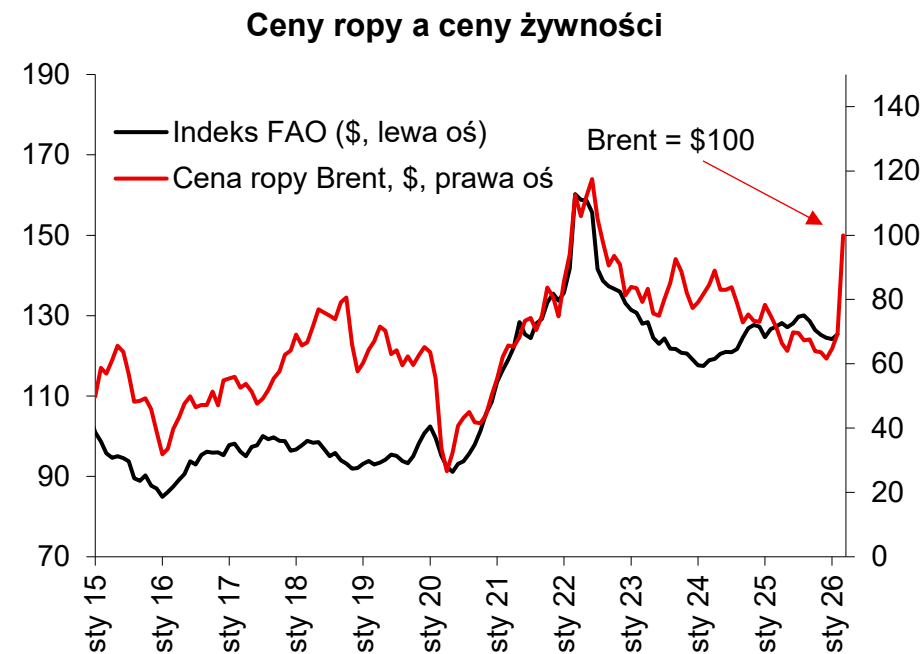
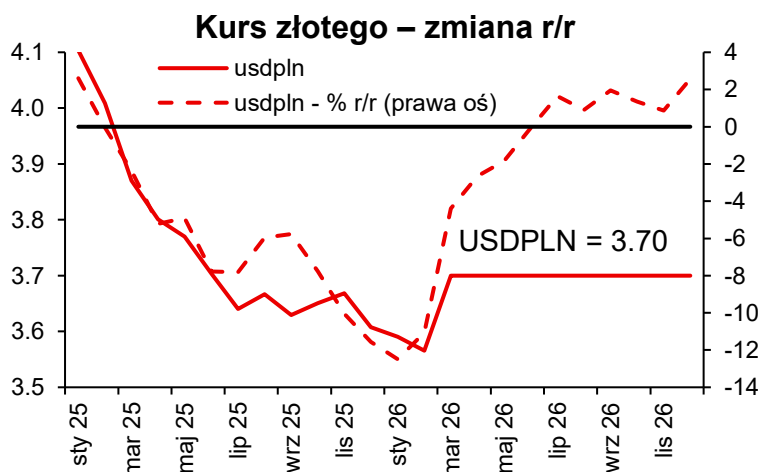
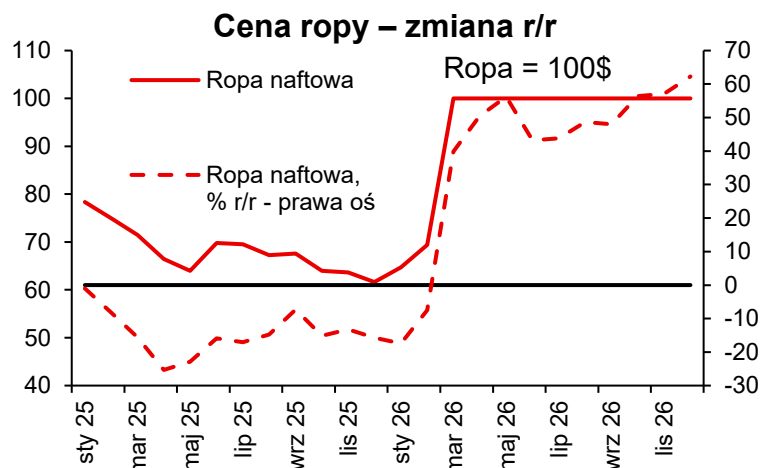


Konflikt na Bliskim Wschodzie – wpływ na CPI

Gdyby jednak konflikt okazał się długotrwały, należy się spodziewać mocniejszego wpływu na krajową inflację CPI. Dotychczas złoty był dość odporny na zawirowania rynkowe i przy założeniu utrzymania kursu EURPLN na 4.26, a USDPLN na 3.70, w ujęciu rocznym kursy te będą tylko nieznacznie podbijać inflację. Mocniejszego wpływu spodziewalibyśmy się w przypadku surowców energetycznych, oraz – w szczególności żywności. Ceny żywności są skorelowane z cenami węglowodorów, m.in. ze względu na ich udział w produkcji nawozów sztucznych. Dodatkowo, przez cieśninę Ormuz przepływa znaczna część światowej podaży nawozów, co ma znaczenie dla podaży i cen żywności. Naszym zdaniem istotny wpływ na ceny żywności pojawi się dopiero przy przedłużaniu się konfliktu, ale gdy już się zmaterializuje, może być mocny i długotrwały.

**Wpływ wzrostu ceny danej
zmiennej o 10% na inflację**

Ropa naftowa	+0.3pp
Gaz	+0.3pp
Kurs walutowy	+0.6pp
Żywność	+2.6pp



Źródło: GUS, LSEG Datastream, Bloomberg, Santander Bank Polska

Polityka pieniężna – gra na przeczekanie

Rada Polityki Pieniężnej na kilka dni po wybuchu wojny w Iranie dokonała obniżki stóp procentowych w marcu o 25 pb. Z tonu konferencji i wypowiedzi członków po tej decyzji widać jednak, że Rada w obliczu ogromu niepewności przeszła w tryb wait-and-see – wstrzymania dalszych zmian stóp i śledzenia rozwoju sytuacji. **W bazowym scenariuszu zakładamy, że nie zrezygnowała z planu sprowadzenia głównej stopy NBP do 3,50%, ale z uwagi na obecną dynamikę zmian sytuacji rynkowej i geopolitycznej obniżka dokona się dopiero w lipcu** i jest uwarunkowana względnie szybką stabilizacją sytuacji na Bliskim Wschodzie.

Dalsza eskalacja konfliktu odsuwałaby obniżki na dużo dalszy plan. Przyjmujemy, że podwyżki stóp byłyby dla RPP ostatecznością – widzimy je jedynie w najdotkliwszym scenariuszu, w warunkach nasilającego się szoku surowcowego i bez wizji szybkiego uspokojenia.

Generalnie, stan polskiej gospodarki i jej perspektywy ukazane w marcowej projekcji NBP sprzyjają myśleniu o kontynuacji obniżek (patrz [str. 26](#)). Dlatego nie mówimy o rezygnacji z dalszego luzowania przez RPP, a o opóźnieniu dalszych decyzji. Jeśli zgodnie z naszym scenariuszem bazowym dojdzie do połowy roku do geopolitycznego uspokojenia, to lipcowa projekcja powinna pokazać jedynie przejściową destabilizację inflacji. W tym scenariuszu nie widzimy powodu, żeby wskazania projekcji na średni okres odbiegały od tej marcowej, w której dawały przestrzeń do rozważania dalszego luzowania polityki pieniężnej.

Tak samo jak pokazuje najnowsza, marcowa ankieta wśród ekonomistów nt. nastawienia RPP, nie widzimy obecnie wyraźnego wychylenia w żadną ze stron, za to mocną koncentrację poglądów członków Rady na poziomie neutralnym. Oznaczać to powinno tryb działania skoncentrowany na śledzeniu danych i wskazań projekcji.

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

Konsensus PAP dotyczący nastawienia poszczególnych członków RPP do zmian w polityce pieniężnej

Konsensus powstał w oparciu o prognozy 13 ośrodków analitycznych, zebranych przez PAP Biznes w dn. 26 lutego – 3 marca 2026 r.

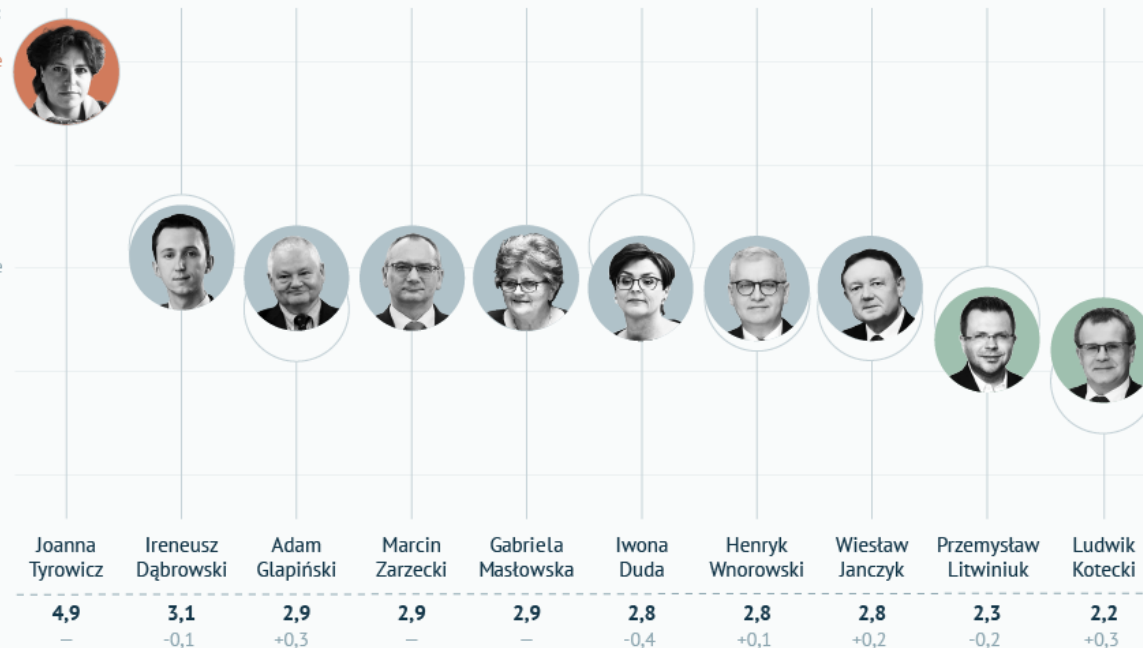
● konsensus z marca '26
○ konsensus z września '25

Nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie



Źródło: PAP Biznes

pap
biznes



Nowa projekcja NBP – inflacja stabilna blisko celu

W naszej ocenie **marcowa projekcja dała wyjątkowo wyraźne przyzwolenie na dalsze dostosowanie stóp procentowych w dół**. Zakładamy, że wyczuła to też RPP i na tej podstawie podjęła decyzję o obniżce stóp, nawet wobec ogromu niepewności wygenerowanego atakiem na Iran i potencjalnych dalekosiężnych konsekwencji dla światowej gospodarki, w tym globalnej inflacji.

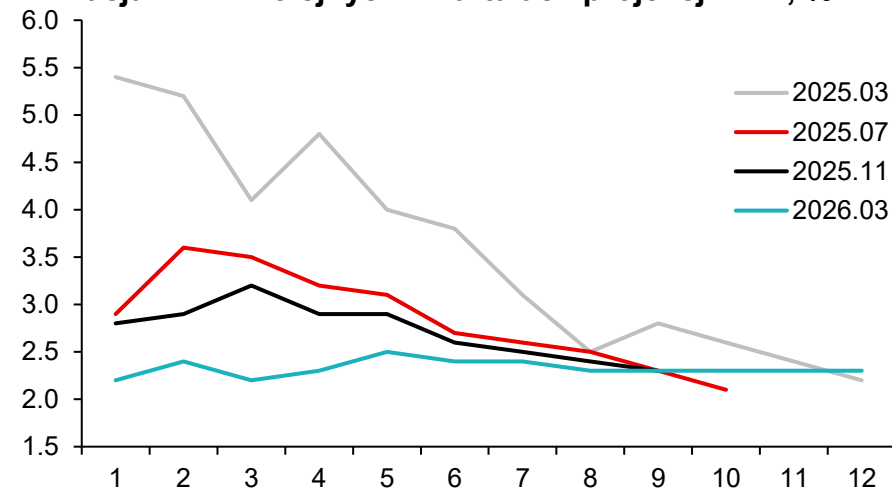
W przyjętym przez nas podejściu wariantowym jest sens przyjrzeć się dokładniej wymowie projekcji, bo jeden z rozpatrywanych przez nas scenariuszy konfliktu na Bliskim Wschodzie (najłagodniejszy, scenariusz 1: szybka deeskalacja) pozwalałby RPP na dalsze bazowanie na tym co pokazała marcowa analiza NBP, z poprawką na efekt przejściowego zaburzenia globalnych cen surowców energetycznych. Zakładamy przy tym, że nawet w tym scenariuszu dopiero kolejna, lipcowa projekcja – jeśli potwierdzi brak istotnych skutków dla inflacji w perspektywie lat 2027-2028 – da zielone światło do obniżki stóp.

Warto odnotować, że w marcowej projekcji w całym badanym okresie inflacja nie wychodzi powyżej celu 2,5%, w okresie najsilniejszego oddziaływania decyzji o stopach miałyby wynosić 2,3%, a w ostatnich kwartałach objętych ćwiczeniem nie pojawia się żaden trend stwarzający ryzyko wybicia z pasma celu w kolejnym roku. Przebieg inflacji CPI jest wyjątkowo stabilny na tle poprzednich projekcji, tak samo jak inflacji bazowej (2,4% przez ostatnie osiem kwartałów projekcji), tj. nie zaczyna się od wzrostów inflacji lub na tyle wysokiego jej poziomu, że rozsądnym wydawałoby się trochę poczekać z dostosowaniem stóp.

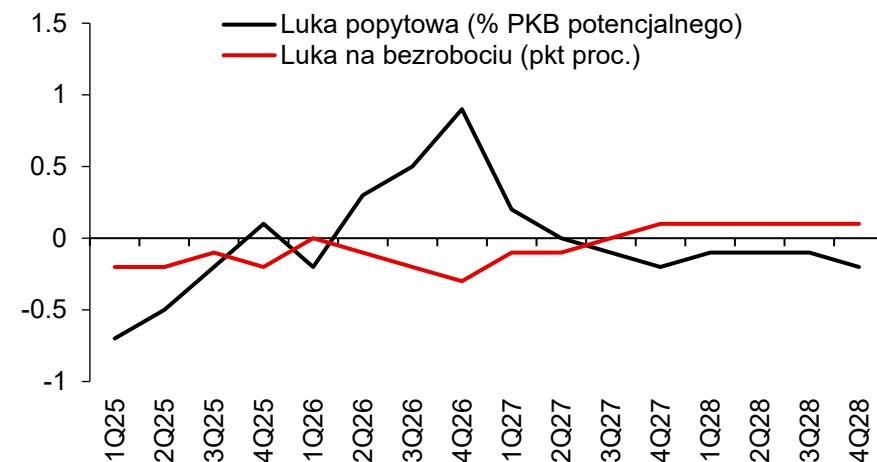
Do tego przez prawie całą projekcję stopa bezrobocia nie odchyła się o więcej niż 0,1pp od stopy równowagi – co można odczytywać jako brak presji inflacyjnej ze strony rynku pracy – a luka popytowa jest od I kw. 2027 r. praktycznie nieodróżnialna od zera (brak presji inflacyjnej ze strony popytu krajowego).

Na bazie funkcji reakcji CPI na zmiany stóp z raportów NBP o mechanizmie transmisji dochodzimy do wniosku, że szybkie obniżki o 150pb przesunęłyby ścieżkę inflacji z marcowej projekcji do 3% za ponad rok, a przy 250pb obniżek dynamika CPI dobiłaby do górnej granicy dopuszczalnych odchyśleń od celu. To wynik teoretyczny, abstrahujący od niepewności i nawet w naszym scenariuszu 1 widzimy jedynie jedną obniżkę stóp o 25pb.

Inflacja CPI w kolejnych kwartałach projekcji NBP, % r/r



Luka popytowa i luka na bezrobociu w marcowej projekcji NBP



Presję inflacyjną w górę oznaczają dodatnie wartości luki popytowej oraz ujemne wartości luki na bezrobociu

Źródło: NBP, Santander



Ryzyka fiskalne – nieliniowe i nieoczywiste

Rok 2025 zamknął się deficytem 276 mld zł wobec założonych w ustawie 289 mld zł oraz wobec 211 mld zł w 2024 r. W relacji do PKB wynik budżetu to -7,1%, nieco lepiej od planu (-7,3%). Gdybyśmy skorygowali ten deficyt o reformę finansowania samorządów, deficyt wyniósłby 173,2 mld zł, z czego wykup obligacji PFR i BGK stanowił 56,2 mld zł. „Czysty” deficyt wyniósł więc 117 mld zł (3,0% PKB). Mimo to, z uwagi na dużą część wydatków poza budżetem centralnym, **planowany przez MF deficyt w ujęciu general government wynosi 6,9%** i dane do III kw. ub.r. sugerują, że to realna prognoza – wstępne dane za cały rok poznamy na początku kwietnia.

Deficyt rządu 7% to niekomfortowo wysoki punkt wyjścia u progu potencjalnego osłabienia koniunktury. Z perspektywy czasu okazuje się, że ryzyko silnego pogorszenia finansów może być ograniczone dzięki założeniom budżetu 2026, które jeszcze miesiąc temu uznalibyśmy za dość pesymistyczne. MF prognozowało z jednej strony stosunkowo niski wzrost realny PKB (3,5%), a z drugiej strony dość wysoką inflację (3,0%), stopę referencyjną NBP (średnio 3,9%) oraz słabszy niż w ostatnich miesiącach kurs złotego (EUR/PLN = 4,26).

Przy założeniu umiarkowanie negatywnego scenariusza, niewielkie spowolnienie PKB w ujęciu realnym połączone z wyższą inflacją CPI może wpłynąć nawet pozytywnie na dynamikę nominalnego PKB i w rezultacie na dochody budżetowe. Powstaje też pytanie, jak mogą się zmienić wydatki budżetowe. Zdecydowana większość wydatków na charakter sztywny niezależny od bieżącej koniunktury. Zatem **głównym ryzykiem wydaje się w tym miejscu ewentualna decyzja rządu o działaniach anty-inflacyjnych** (w tym momencie dyskusja toczy się wyłącznie w kwestii ewentualnej obniżki VAT paliw). **Odrębnym ryzykiem dla budżetu jest potencjalny wzrost kosztu obsługi długu** w wyniku wyższych rentowności nowego oraz rolowanego długu. Nie wiemy dokładnie, jaki poziom rentowności przyjęło MF w ustawie budżetowej, jednak zeszłoroczne warunki rynkowe i założona stopa referencyjna 3,9% pozwala przypuszczać, że prognozowany przez MF koszt obsługi długu (2,2% PKB) może być całkiem odporny na umiarkowany wzrost rentowności obligacji. Naszym zdaniem dopiero scenariusz silnej i długotrwałej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie spowodowałby istotne pogorszenie salda budżetowego i długu całego SFP.

Pomocniczym **studium przypadku może być rok 2022 r.**, gdy wybuchła wojna w Ukrainie, mocno wzrosła inflacja, a rząd wprowadził był cały szereg działań osłonowych. MF oszacowało wpływ tych działań na budżet państwa na 2,4% PKB, z czego obniżki podatków pośrednich (tarcza antyinflacyjna) kosztowały 1,3% PKB, w tym obniżenie VAT na paliwa z 23 do 8% stanowiło ok. 0,2% PKB. Co ciekawe, 2022 r. zamknął się mniejszym deficytem budżetowym niż przewidywała ówczesna ustawa budżetowa, co potwierdza tylko, że **ostateczny wpływ turbulencji ekonomicznych na finanse państwa jest nieoczywisty**, ponieważ jest wypadkową licznych różnokierunkowych składowych.

Założenia vs realizacja wybranych kategorii makroekonomicznych

	PKB realny r/r	PKB nominalny (mld PLN)	PKB nominalny r/r	nominalna konsumpcja prywatna r/r	nominalny fundusz płac r/r	deflator PKB r/r	CPI r/r	Stopa ref. NBP (średnia)	EUR/PLN (średnio)
MF UB2025	3,9	3973,1	9,1	9,5	7,5	5,0	5,0	5,4	4,29
2025 MF UB2026	3,4	3901,2	7,1	7,2	8,0	3,7	3,7	5,2	4,25
Realizacja	3,6	3894,0	6,6	7,5	8,6	2,9	3,6	5,1	4,24
2026 MF UB2026	3,5	4160,2	6,6	6,4	6,4	3,0	3,0	3,9	4,26
nasza prognoza	3,9	4125,5	5,9	6,3	6,2	2,0	2,6	3,6	4,25

Główne kategorie budżetowe

	Dochody budżetu	Wydatki budżetu	Wynik budżetu (mld zł)	Wynik budżetu (% PKB)
MF UB2025	632,8	921,6	-288,8	-7,3
realizacja 2025	594,6	870,2	-275,6	-7,1
MF UB2026	647,2	918,9	-271,7	-6,5

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

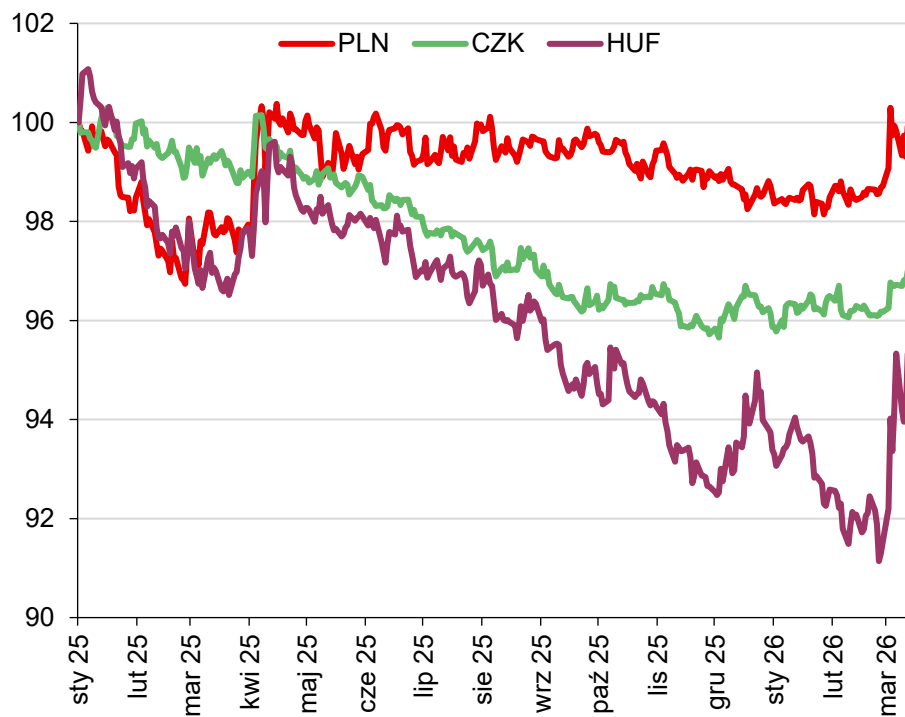
Rynek walutowy: złoty oazą stabilności

Reakcja rynku walutowego na konflikt na Bliskim Wschodzie jest na razie umiarkowana i zakładamy, że w scenariuszu dość szybkiej deeskalacji kurs EURPLN powróci na przewidywaną przez nas wcześniej trajektorię, stabilizując się wokół 4,25. W porównaniu do wizji świata, którą przewidywaliśmy przed końcem lutego, złoty będzie w mniejszym stopniu wspierany poziomem realnej stopy procentowej NBP (z racji przejściowego podbicia w górę ścieżki inflacji). Niemniej, na korzyść polskiej waluty powinna nadal przemawiać odporność wzrostu gospodarczego, który pozostanie jednym z najwyższych w UE.

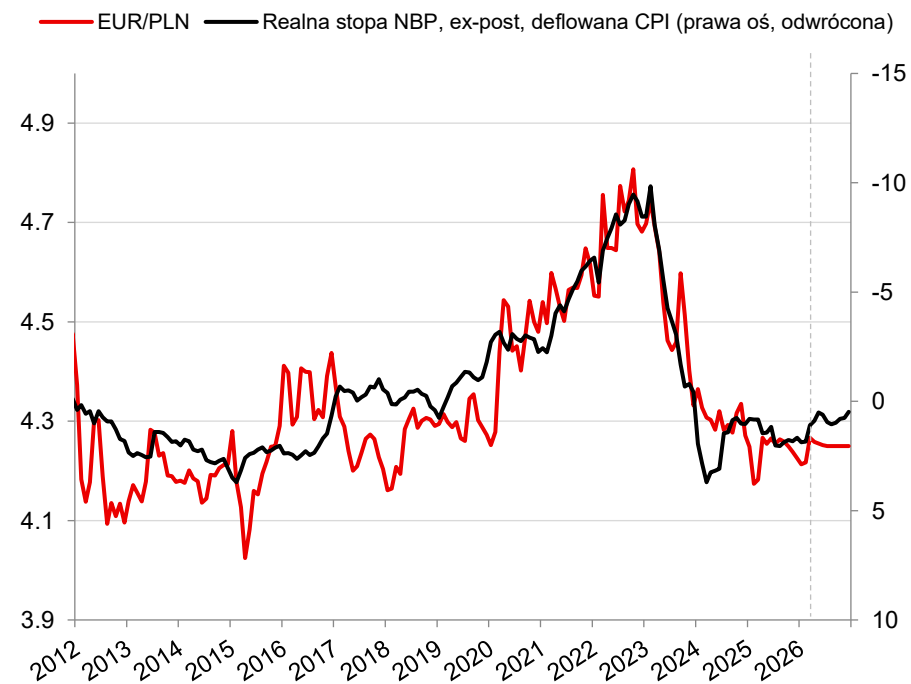
Warto pamiętać, że stabilny napływ środków z UE (KPO + fundusze spójności) zapewnia rządowi narzędzie do stabilizacji kursu złotego i obrony przed nadmiernym osłabieniem, gdyby była taka potrzeba – MF może w dowolnym momencie zdecydować o wymianie środków z UE na rynku zamiast w NBP.

Niemniej, w scenariuszach przedłużenia / eskalacji wojny z Iranem dalsze osłabienie złotego jest możliwe i prawdopodobne.

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



EURPLN a realna stopa NBP



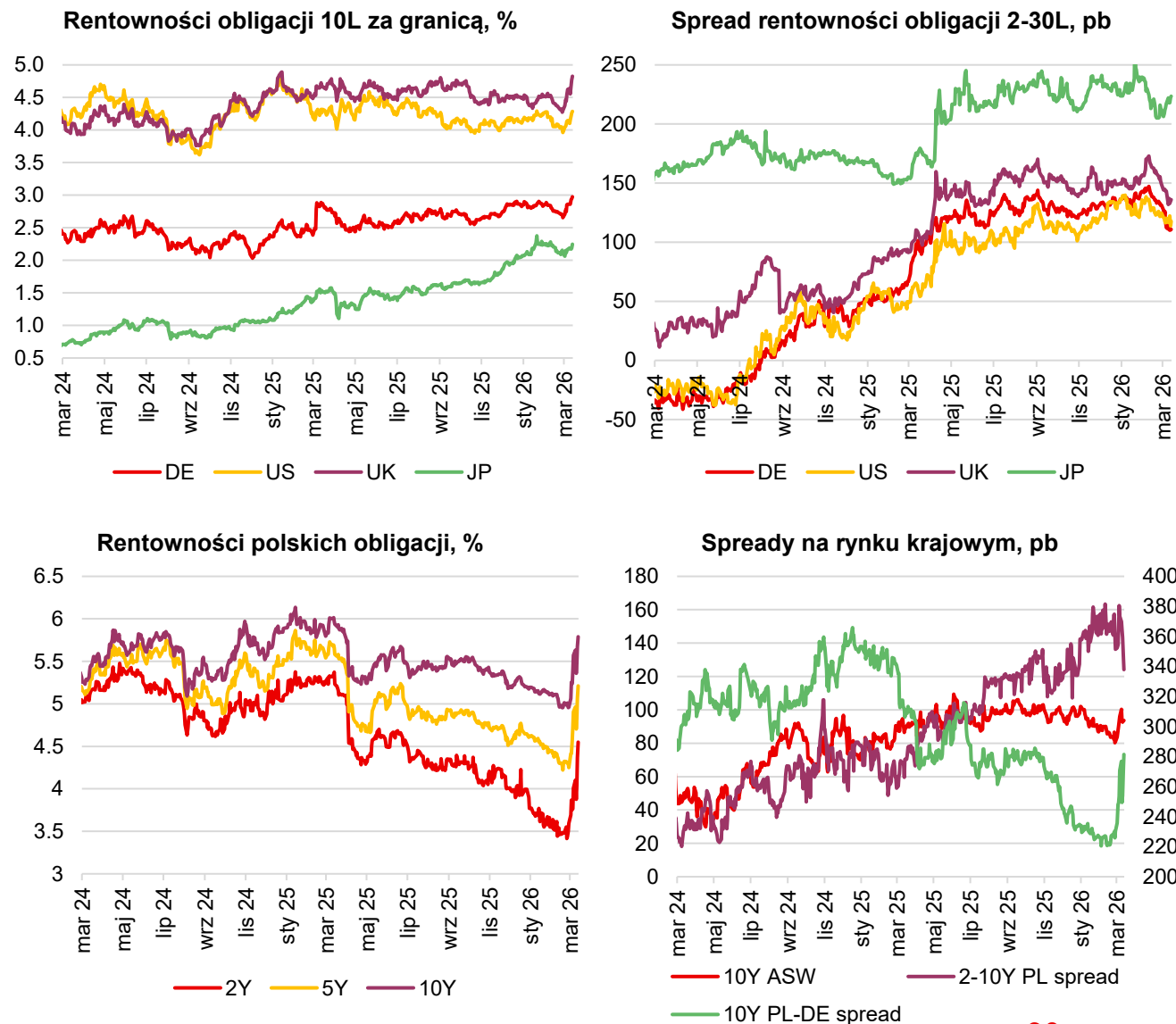
Rynek stopy: wycena podwyżek, ale nie problemów fiskalnych

Po wyraźnym spadku stawek swap i rentowności obligacji w dwóch pierwszych miesiącach br., nastąpiło silne odbicie w marcu w reakcji na konflikt na Bliskim Wschodzie.

Przesunięcie krzywej swapowej i obligacyjnej w górę wynikało w głównej mierze z gwałtownej korekty rynkowych oczekiwań dot. stóp procentowych NBP – rynek w ciągu dwóch tygodni przeszedł od wyceny spadku stopy referencyjnej poniżej 3,5% do antycypacji ryzyka podwyżek do ponad 4,0% przed końcem br.

Jednocześnie, rozszerzenie spreadów ASW miało ograniczoną skalę – ich poziom pozostał poniżej tego z końca 2025 r. To w naszej ocenie ma sens, ponieważ krótkotrwały i umiarkowany szok surowcowy może być wręcz lekko pozytywny dla perspektyw fiskalnych (zob. [str. 27](#)) – tak długo, jak rząd nie zdecyduje się na kosztowne działania osłonowe.

W scenariuszu bazowym, zakładającym deeskalację na Bliskim Wschodzie w ciągu kilku tygodni, przewidujemy cofnięcie rynkowych oczekiwań dot. podwyżek stóp RPP (choć nie do poziomów z końca lutego), co powinno prowadzić do spadku rentowności krajowych obligacji (choć również raczej do poziomu z końca 2025 r. niż z lutego br.).



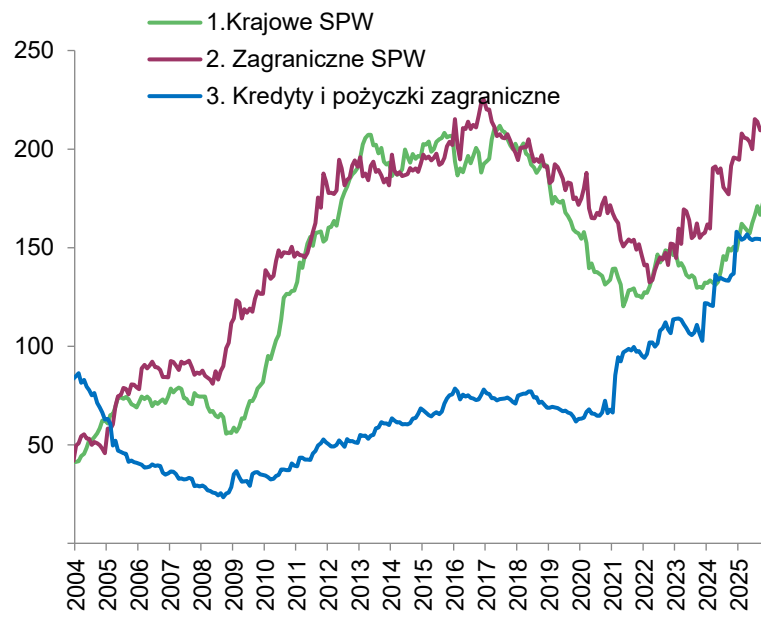
Udział nierezydentów maleje, zaangażowanie rośnie

W 2025 r. wartość zadłużenia Skarbu Państwa w posiadaniu nierezydentów zwiększyła się o 49 mld zł (ok. 10% r/r), a stan ich posiadania krajowych rynkowych SPW wzrósł o 26 mld zł (17% r/r). Niemniej, udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu SP stale maleje – na koniec 2025 r. wyniósł 28% w przypadku zadłużenia SP ogółem i 13.5% w przypadku krajowych SPW; to najniższe poziomy co najmniej od początku tego stulecia.

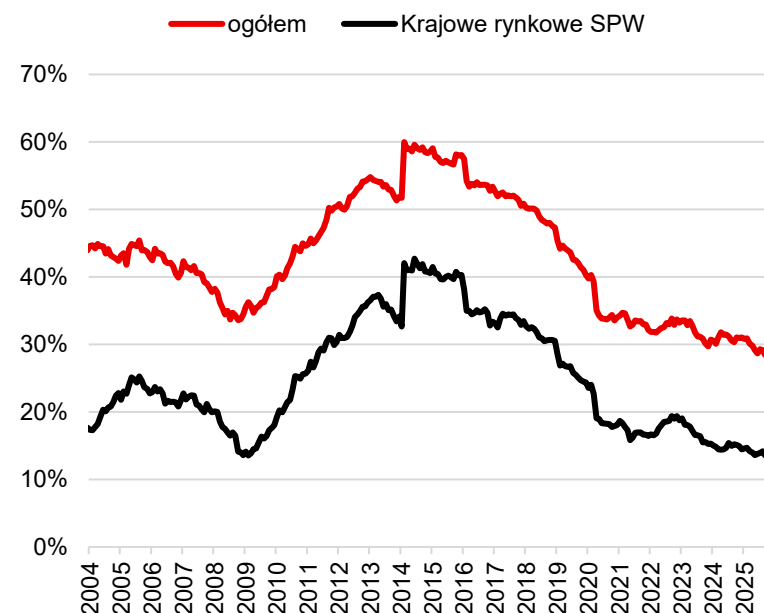
Krajowe SPW w posiadaniu grup inwestorów, mld zł



Zadłużenie SP wobec nierezydentów, mld zł



Udział nierezydentów w zadłużeniu SP, %



Prognozy

4



Prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	mld PLN	3 415,3	3 653,4	3 894,0	4 121,8	893,2	928,3	970,6	1 101,9	942,7	981,9	1 025,9	1 171,3
PKB	% r/r	0,2	3,0	3,6	3,9	3,2	3,3	3,8	4,0	3,8	3,9	3,8	4,0
Popyt krajowy	% r/r	-3,0	4,5	4,1	4,8	4,3	4,1	3,7	4,3	4,2	4,6	4,9	5,5
Spożycie indywidualne	% r/r	-0,3	2,9	3,7	3,6	2,6	4,5	3,5	4,2	3,7	3,0	4,0	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12,7	-0,9	4,3	8,8	6,4	-0,7	7,1	4,7	3,0	8,0	9,0	12,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,1	1,1	2,1	1,0	-0,1	1,6	3,9	2,9	0,2	0,9	0,3	2,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,8	-7,6	0,4	1,3	0,9	-1,4	-1,7	3,2	-5,6	1,5	5,7	1,3
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3,6	3,2	3,7	3,9	1,1	4,6	4,5	4,5	4,1	4,6	3,9	3,0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12,8	13,7	8,7	6,3	10,0	8,8	7,5	8,5	6,8	6,2	6,2	6,0
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,2
Stopa bezrobocia*	%	5,1	5,1	5,7	6,1	5,3	5,2	5,6	5,7	6,1	5,8	5,9	6,1
Rachunek bieżący	mln EUR	11 591	2 616	-6 307	-16 959	-1 057	-885	-4 221	-144	-2 714	-3 279	-7 036	-3 929
Rachunek bieżący	% PKB	1,5	0,3	-0,7	-1,7	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4	-1,7
Wynik government balance (ESA 2010)	% PKB	-5,2	-6,5	-6,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	11,6	3,6	3,6	2,6	4,9	4,1	3,0	2,6	2,3	2,9	2,5	2,8
CPI *	% r/r	6,2	4,7	2,4	3,0	4,9	4,0	2,9	2,4	2,7	2,9	2,5	3,0
Inflacja bazowa	% r/r	10,2	4,3	3,3	2,8	3,6	3,4	3,2	2,8	2,6	2,7	2,7	3,1

* 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	3,75	3,50	3,50
WIBOR 3M	%	6,52	5,86	5,10	3,79	5,86	5,35	4,88	4,30	3,87	3,85	3,76	3,70
Rentowność obligacji 2L	%	5,67	5,05	4,55	3,84	5,24	4,54	4,31	4,09	3,68	3,97	3,87	3,86
Rentowność obligacji 5L	%	5,66	5,33	5,05	4,68	5,63	4,97	4,87	4,71	4,47	4,79	4,72	4,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,83	5,55	5,54	5,21	5,92	5,46	5,45	5,33	5,12	5,27	5,23	5,25
IRS 2L	%	5,63	5,22	4,32	3,77	5,13	4,24	4,09	3,84	3,68	3,87	3,77	3,76
IRS 5L	%	5,01	4,80	4,28	3,96	4,90	4,16	4,11	3,97	3,90	4,10	3,95	3,90
IRS 10L	%	5,10	4,90	4,60	4,27	5,08	4,50	4,47	4,35	4,30	4,34	4,25	4,20
EUR/PLN	PLN	4,54	4,31	4,24	4,25	4,20	4,26	4,26	4,24	4,23	4,26	4,25	4,25
USD/PLN	PLN	4,20	3,98	3,76	3,66	3,99	3,76	3,65	3,64	3,61	3,70	3,66	3,66
CHF/PLN	PLN	4,68	4,52	4,53	4,64	4,44	4,55	4,55	4,56	4,62	4,70	4,64	4,59
GBP/PLN	PLN	5,22	5,09	4,95	4,84	5,03	5,02	4,92	4,84	4,87	4,84	4,83	4,83

* Koniec okresu, inne zmienne średnio w okresie

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do **16.03.2026** 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

Dziękujemy

