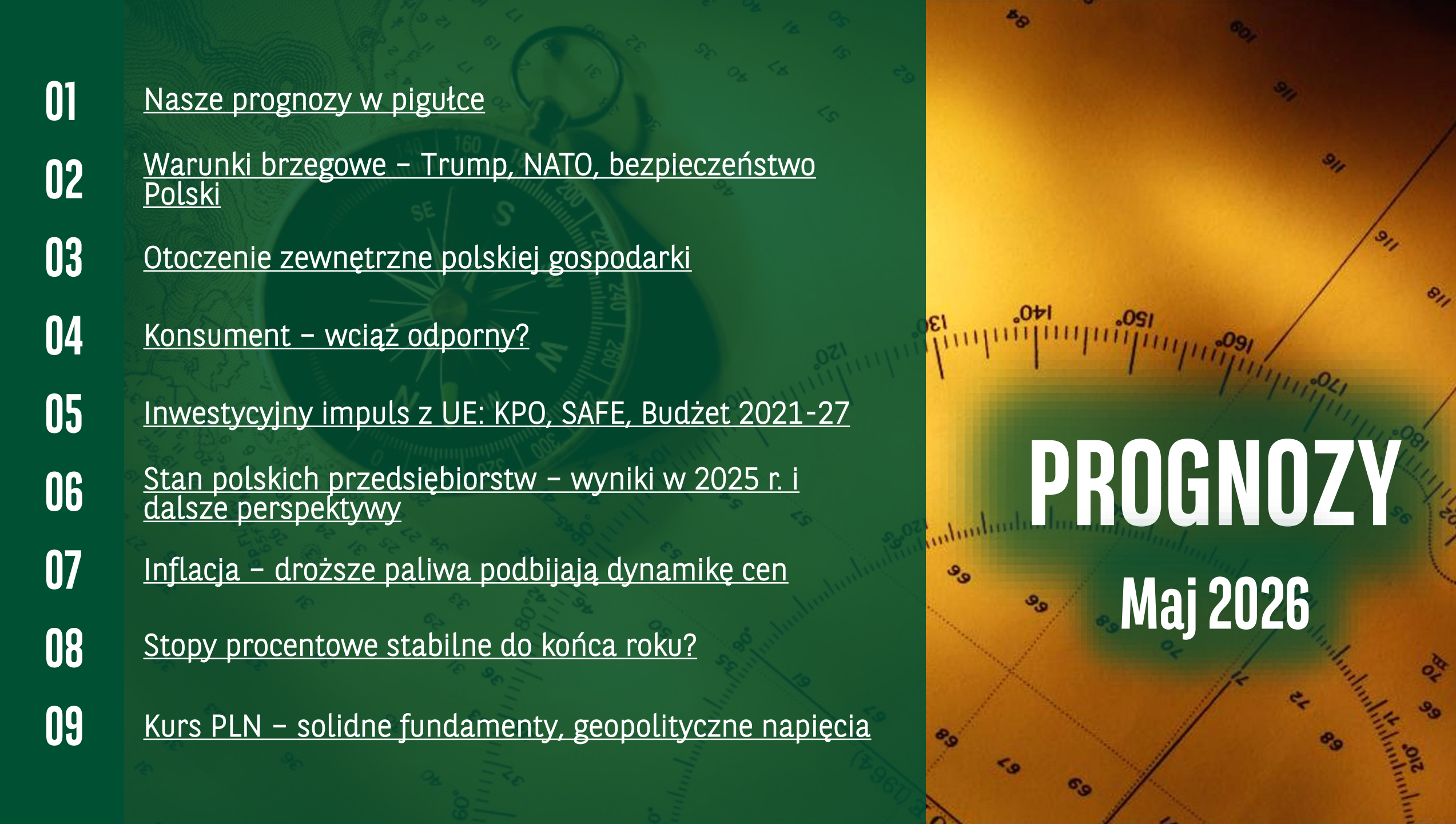


26 Maja 2026 r.

Polska: W geopolitycznym chaosie



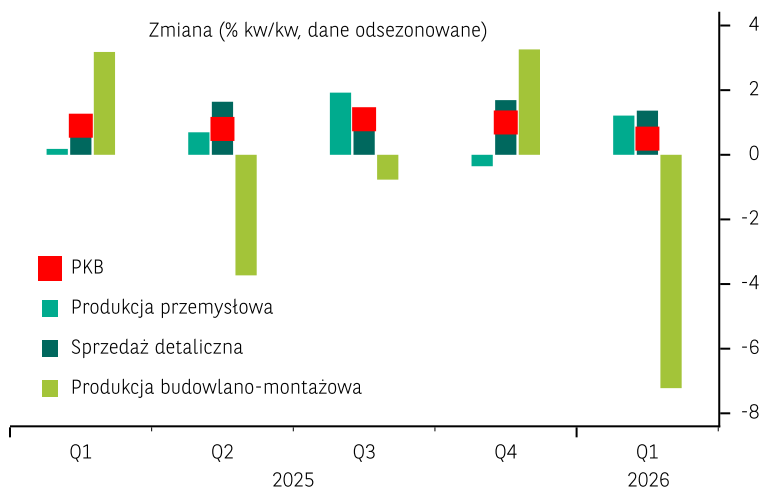
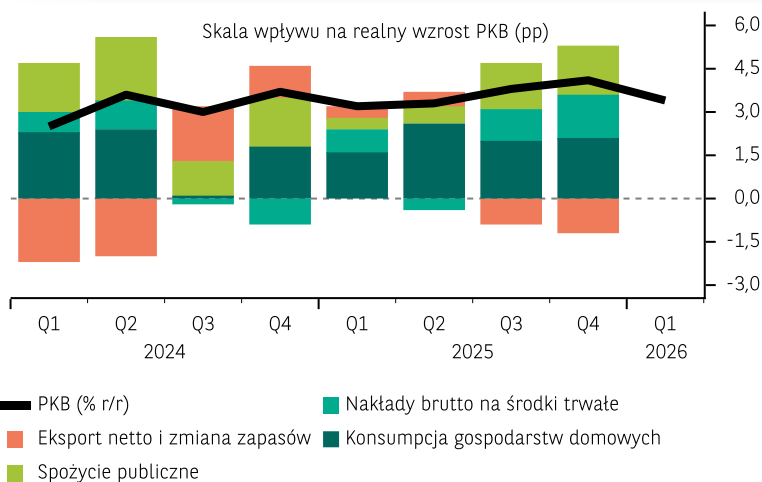
BNP PARIBAS

- 
- 01 Nasze prognozy w pigułce
 - 02 Warunki brzegowe – Trump, NATO, bezpieczeństwo Polski
 - 03 Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki
 - 04 Konsument – wciąż odporny?
 - 05 Inwestycyjny impuls z UE: KPO, SAFE, Budżet 2021-27
 - 06 Stan polskich przedsiębiorstw – wyniki w 2025 r. i dalsze perspektywy
 - 07 Inflacja – droższe paliwa podbijają dynamikę cen
 - 08 Stopy procentowe stabilne do końca roku?
 - 09 Kurs PLN – solidne fundamenty, geopolityczne napięcia

PROGNOZY

Maj 2026

PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PUNKT WYJŚCIOWY

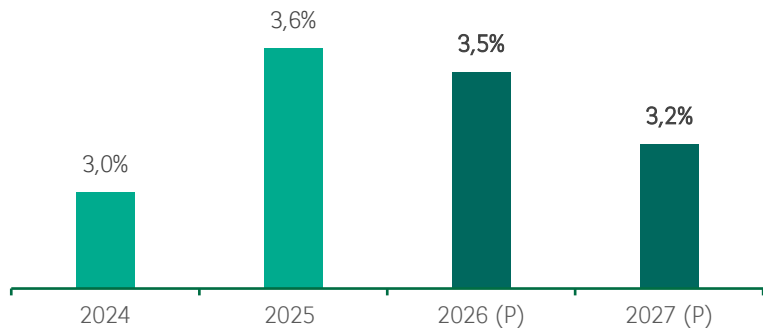


- W ubiegłym roku Produkt Krajowy Brutto w Polsce zwiększył się o 3,6%. Wzrost gospodarczy napędzany był przez szybko rosnący popyt - zarówno krajowy (+4,2% r/r) jak i zagraniczny (+5,5% r/r) - który jednak częściowo zaspokajany był przez import (+6,8% r/r).
- Konsumpcja gospodarstw domowych była w ujęciu realnym o 3,7% wyższa niż w 2024 roku i dodała 2,1pp do dynamiki PKB. Wsparciem dla wydatków konsumpcyjnych był solidny przyrost dochodów, które nominalnie zwiększyły się o 7,8% r/r.
- Mocno do wzrostu gospodarczego przyłożyło się też spożycie publiczne - czyli bieżące wydatki w administracji publicznej - które podwyższyło tempo wzrostu PKB o 1,1pp.
- Nakłady brutto na środki trwałe w zeszłym roku odbiły (+4,4% r/r). Za stopniowym rozkręcaniem się procesów inwestycyjnych stał naszym zdaniem zwiększony napływ funduszy europejskich, który wspomógł m.in. wydatki kapitałowe dużych i średnich przedsiębiorstw.
- W czwartym kwartale 2025 roku wolumen wytworzonych w Polsce dóbr i usług wzrósł o 4,1% r/r, a polska gospodarka wkroczyła w bieżący rok wyraźnie rozpędzona.
- Zimowa aura jednak nieco zmroziła aktywność i w okresie styczeń-marzec PKB był tylko o 3,4% r/r wyższy niż przed rokiem.
- Szczególnie mocno niekorzystne warunki pogodowe uderzyły w produkcję budowlano-montażową. Lepiej radziły sobie przemysł (zwłaszcza w marcu) i sprzedaż detaliczna, co wskazuje na utrzymanie solidnego popytu konsumpcyjnego w pierwszym kwartale.

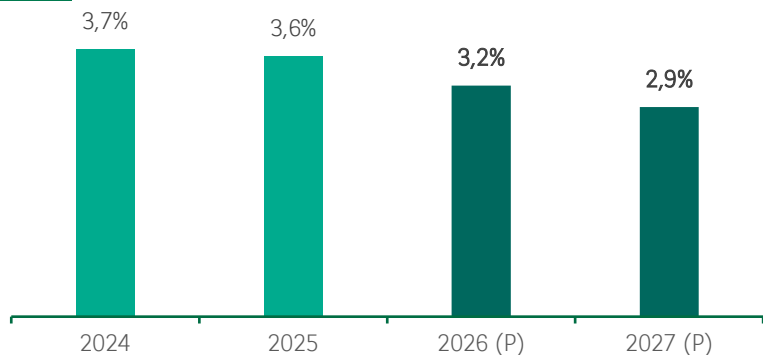


PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE

PKB [% r/r]



Inflacja CPI [% r/r, średniorocznie]

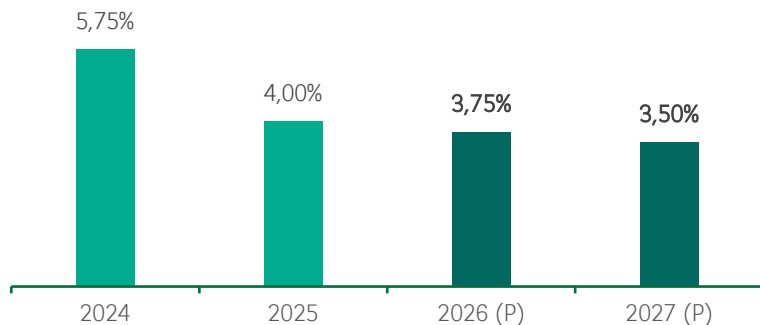


- Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w tym roku minimalnie wyhamuje do +3,5%. Jednocześnie spodziewamy się, że średnioroczna inflacja wyniesie 3,2% i będzie niższa niż w 2025 roku (+3,6% r/r).
- Nasz bazowy scenariusz makro oparty jest na założeniu, że sytuacja na Bliskim Wschodzie wkrótce się unormuje i najpóźniej latem dojdzie do pełnego otwarcia cieśniny Ormuz i trwałego spadku notowań surowców energetycznych.
- Ewentualne przedłużenie się konfliktu i jego zaognienie rodzi ryzyko wyższej presji cenowej i w konsekwencji słabszej aktywności gospodarczej niż obecnie przewidujemy.
- Naszym zdaniem głównym czynnikiem wspierającym wzrost PKB w tym roku będą finansowane z UE nakłady inwestycyjne.
- Na ten rok przewidujemy bezprecedensowy w polskiej historii napływ funduszy europejskich, którego wartość przy pełnym wykorzystaniu środków z Krajowego Planu Odbudowy (KPO) może wynieść ok. 50 mld euro (ok. 210 mld zł).
- Impulsem dla inwestycji będą zwłaszcza dotacje z KPO. Polska powinna w tym roku przekazać beneficjentom jeszcze granty o wartości blisko 60 mld zł.
- Korzystnie na koniunkturę w Polsce oddziaływać może poluzowanie polityki fiskalnej w Niemczech i paneuropejska rozbudowa zdolności militarnych.
- Mimo że dochody gospodarstw domowych będą w tym roku rosnać wolniej niż w ubiegłych latach, spadek stopy oszczędności skutkować będzie według nas utrzymaniem solidnego wzrostu konsumpcji o 3,5%.

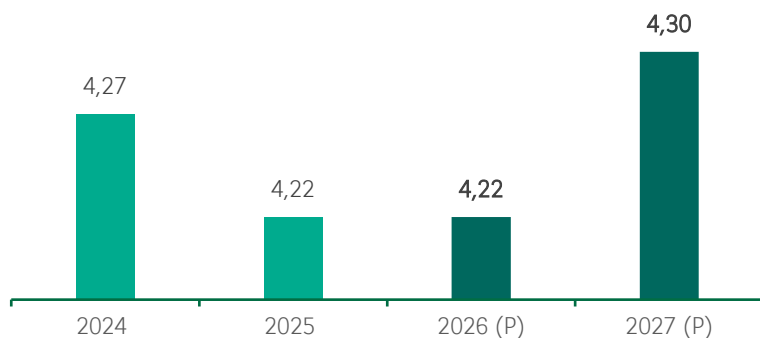


PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - PODSUMOWANIE

Stopa referencyjna NBP [% , koniec roku]



EURPLN [koniec roku]



- Po wybuchu wojny w Zatoce Perskiej inflacja CPI w Polsce wyraźnie przyspieszyła. Poza paliwami w ostatnich dwóch miesiącach podniosła się inflacja bazowa (wyłączająca energię, paliwa i żywność).
- Wzrost tej miary procesów cenowych nasuwa pytanie czy w nadchodzących miesiącach nie będziemy obserwować tzw. efektów drugiej rundy tj. przekładania się wyższych notowań surowców energetycznych na podwyżki cen pozostałych towarów i usług – sytuacja która miała miejsce np. w latach 2021-2022.
- W przeciwieństwie do ostatniego inflacyjnego epizodu póki co ceny frachtu międzynarodowego nie poszybowały jednak w górę, a złoty pozostaje stabilny. Nie mamy też obecnie do czynienia z tak silnym skokiem popytu konsumpcyjnego jak przed 4 laty.
- Prognozujemy, że stopy procentowe NBP pozostaną na niezmiennym poziomie do końca bieżącego roku.
- Jeśli jednak okaże się, że porozumienia między Stanami Zjednoczonymi a Iranem nie uda się ostatecznie osiągnąć, a cieśnina Ormuz pozostanie zamknięta zacieśnienie polityki pieniężnej przez RPP stanie się prawdopodobną opcją.
- W takim przypadku spodziewalibyśmy się przynajmniej dwóch podwyżek stóp procentowych jesienią tego roku.
- Kurs złotego zareagował łagodnie na wydarzenia na Bliskim Wschodzie. Wsparciem dla krajowej waluty pozostaje dobra kondycja gospodarki. Nasza prognoza zakłada względną stabilizację kursu EURPLN w granicach poziomów 4,20-4,25 w dalszej części roku.



PROGNOZY BANKU BNP PARIBAS - TABELA

Główne wskaźniki dla Polski*:	2023	2024	2025	2026	2027
Produkt Krajowy Brutto (% r/r)	0,2	3,2	3,6	3,5	3,2
Konsumpcja gospodarstw domowych (% r/r)	-0,3	2,9	3,7	3,5	3,0
Inwestycje brutto (% r/r)	12,7	0,4	4,4	8,0	5,5
Eksport dóbr i usług (% r/r)	3,7	1,9	5,5	4,0	4,5
Import dóbr i usług (% r/r)	-1,5	4,6	6,8	5,0	5,0
Inflacja CPI (% r/r)	11,6	3,7	3,6	3,2	2,9
Inflacja bazowa (% r/r)	10,2	4,3	3,3	3,1	2,9
Średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej (% r/r)	13,1	13,3	8,5	5,8	5,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (% , koniec okresu)	5,1	5,1	5,7	5,6	5,5
Saldo sektora general government (% PKB)	-5,2	-6,4	-7,3	-6,8	-6,5
Saldo na rachunku bieżącym (% PKB)	1,6	0,3	-0,9	-1,4	-1,2
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	5,75	5,75	4,00	3,75	3,50
EURPLN (koniec okresu)	4,34	4,27	4,22	4,22	4,30
USDPLN (koniec okresu)	3,94	4,10	3,60	3,49	3,44

* Dane średnioroczne o ile nie zaznaczono inaczej; Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Bank BNP Paribas

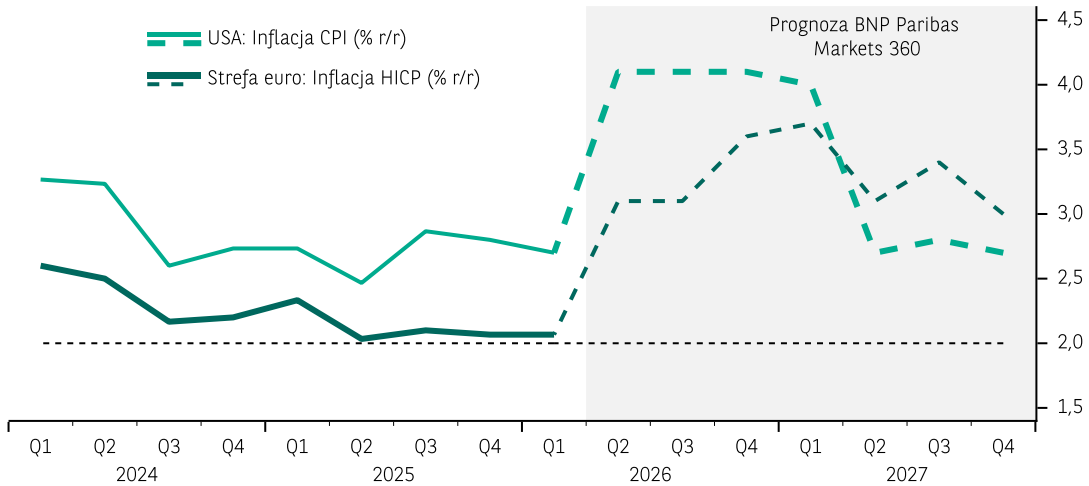


PROGNOZY ANALITYKÓW BNP PARIBAS MARKETS 360

Wzrost PKB

Region	% r/r			% kw/kw			
	2025	2026	2027	2026			
				Q1	Q2	Q3	Q4
USA	2,1	2,4	2,3	0,5	0,8	0,5	0,5
Strefa euro	1,5	1,0	1,3	0,1	0,2	0,4	0,4
Niemcy	0,3	0,8	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Chiny	5,0	4,6	4,5	1,3	0,8	1,2	1,1

Źródło: BEA, Eurostat, Destatis, PBS, BNP Paribas Markets 360, Bank BNP Paribas



Stopy procentowe, kursy walutowe, surowce

Stopy procentowe	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026	Q4 2027
Stopa fed funds (% , górna granica, koniec okresu)	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC (% , koniec okresu)	2,25	2,50	2,50	2,50
Kurs walutowy				
EURUSD (koniec okresu)	1,19	1,20	1,21	1,25
EURCHF (koniec okresu)	0,91	0,91	0,90	0,90
Rynek surowcowy				
Ropa naftowa Brent (USD/baryłka)	110	90	85	83
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)	52	43	53	47

Źródło: Fed, EBC, BNP Paribas Markets 360, Bank BNP Paribas

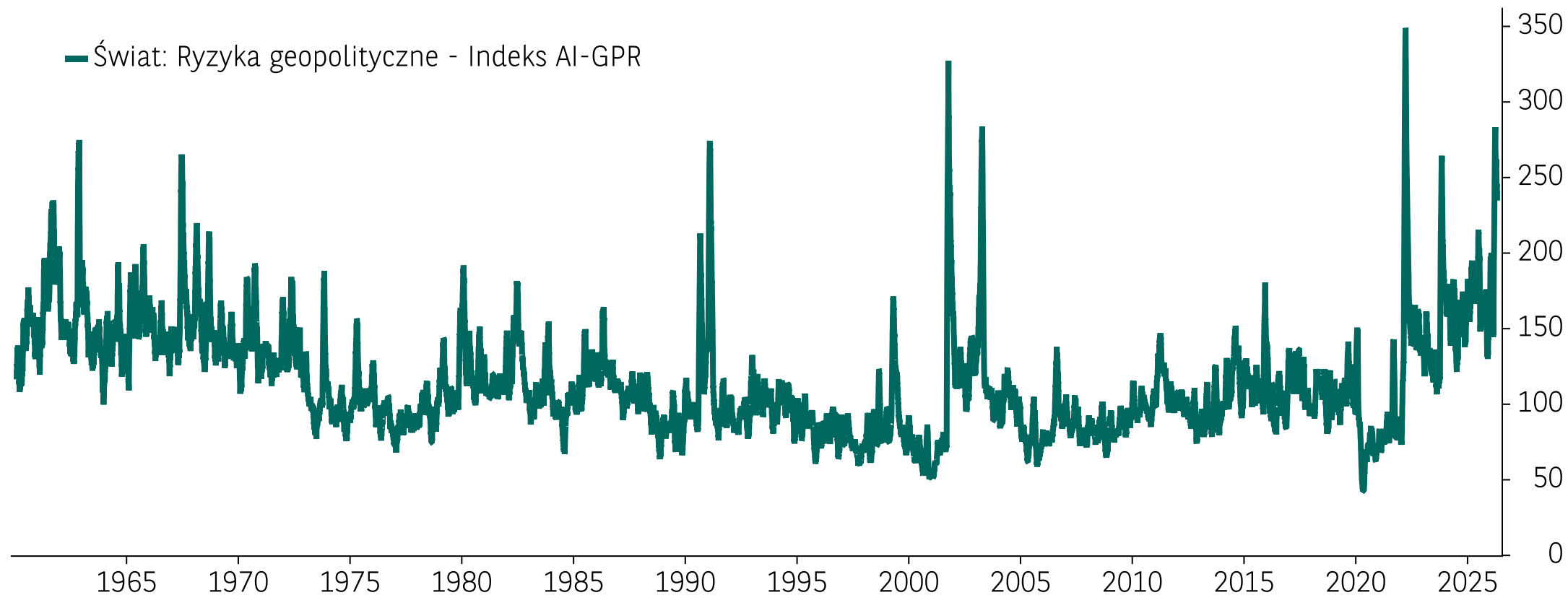


Warunki brzegowe: Trump, NATO, bezpieczeństwo Polski



BNP PARIBAS

W GEOPOLITYCZNYM CHAOSIE...

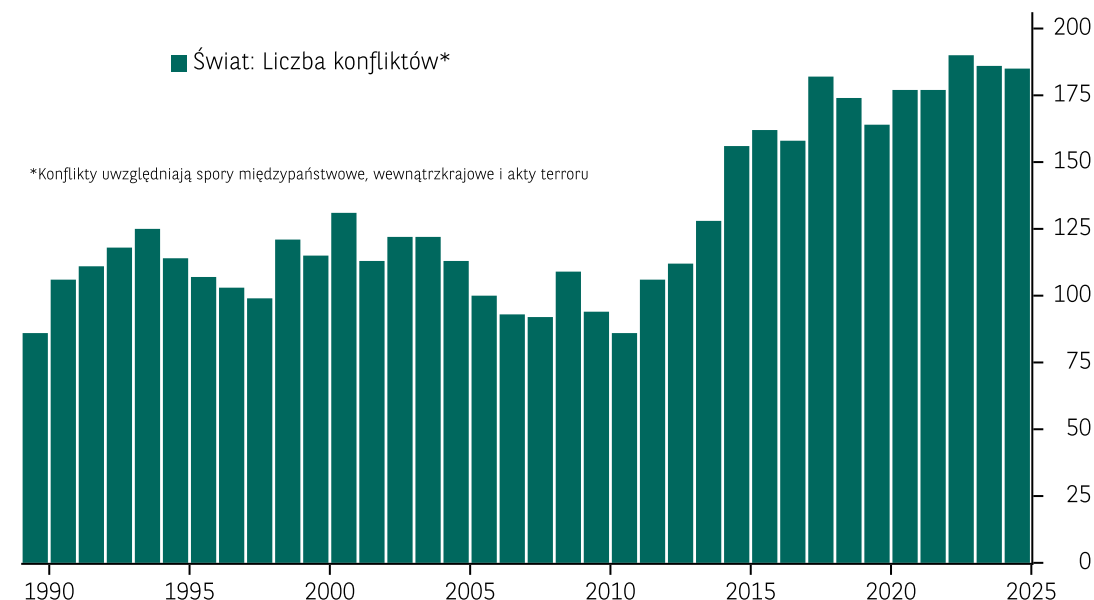


Otoczający nas świat staje się coraz bardziej niepewny. Choć druga kadencja Donalda Trumpa na stanowisku Prezydenta Stanów Zjednoczonych przyspieszyła ten proces to wydaje się, że ukształtowany po Zimnej Wojnie międzynarodowy ład chwieje się w posadach od dłuższego czasu. Z krótką przerwą na pandemię, napięcia geopolityczne zdają się stopniowo nasilać w zasadzie od globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku, a od momentu rosyjskiego ataku na Ukrainę w 2022 roku poziom ryzyka geopolitycznego nieprzerwanie utrzymuje się na historycznie wysokim poziomie.



UKSZTAŁTOWANY PO ZIMNEJ WOJNIE GLOBALNY ŁAD...

> ... odchodzi do lamusa?



Źródło: Bank Światowy, UCDP, Macrobond, Bank BNP Paribas

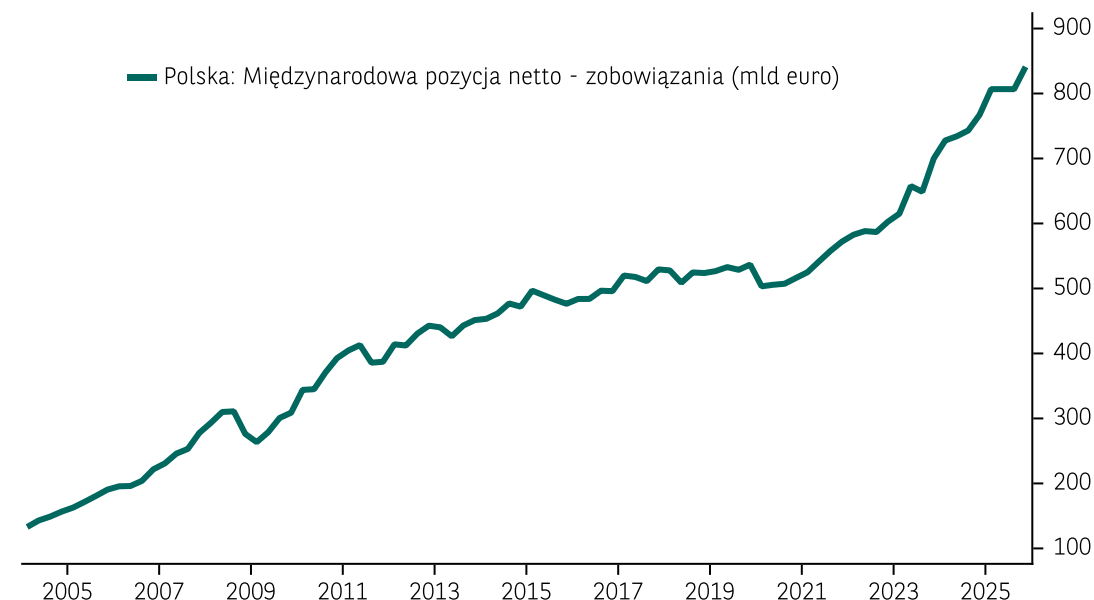
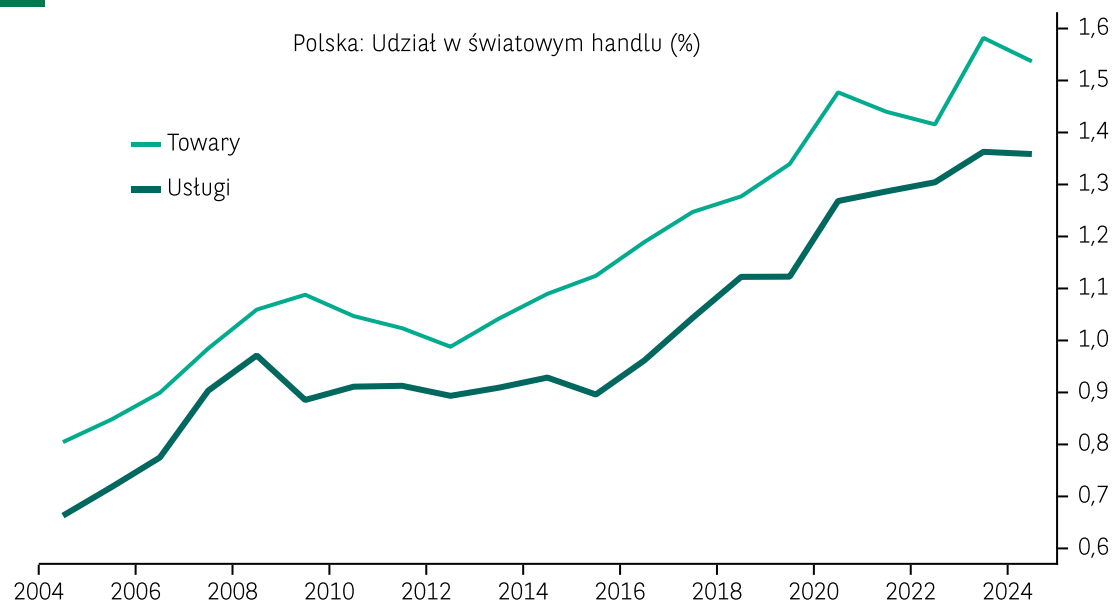
Po upadku Związku Radzieckiego globalny porządek oparty był na dwóch filarach: wolnym handlu międzynarodowym i pozycji USA jako światowego hegemonu i gwaranta bezpieczeństwa. Z biegiem czasu jednak ten powstały na początku lat 90-tych XX wieku układ uległ osłabieniu. Szybko rosnący potencjał gospodarczy Chin sprawił, że Stany Zjednoczone zaczęły postrzegać Państwo Środka jako zagrożenie dla swojej dominującej pozycji. Doprowadziło to do zaostrzenia przez USA warunków handlowych – najpierw względem Chin, a w trakcie drugiej kadencji Prezydenta Trumpa także względem innych partnerów handlowych – co negatywnie odbiło się na tempie wzrostu globalnej wymiany handlowej.

Na przestrzeni ostatnich lat osłabła też rola USA jako „globalnego policjanta”. Od 2010 roku liczba konfliktów na świecie wyraźnie wzrosła, a symbolem porażki Stanów Zjednoczonych w zapewnianiu bezpieczeństwa stało się pospieszne opuszczenie przez amerykańskie wojska Afganistanu w 2021 roku. Interwencje militarne w Wenezueli i Iranie i groźby takiej interwencji na Grenlandii czy Kubie rodzą pytanie czy USA z obrońcy międzynarodowego ładu nie stają się jego głównym kontestatorem.



POLSKA WIELKIM BENEFICJENTEM...

> ... pozimnowojennego porządku



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Polska była bezsprzecznie jednym z wielkich beneficjentów pozimnowojennego porządku. Przystąpienie do Unii Europejskiej w 2004 roku i włączenie do europejskich i globalnych łańcuchów wartości stało się jednym z głównych motorów wzrostu gospodarczego w ostatnich trzech dekadach, a od akcesji do UE udział Polski w światowym handlu podwoił się.

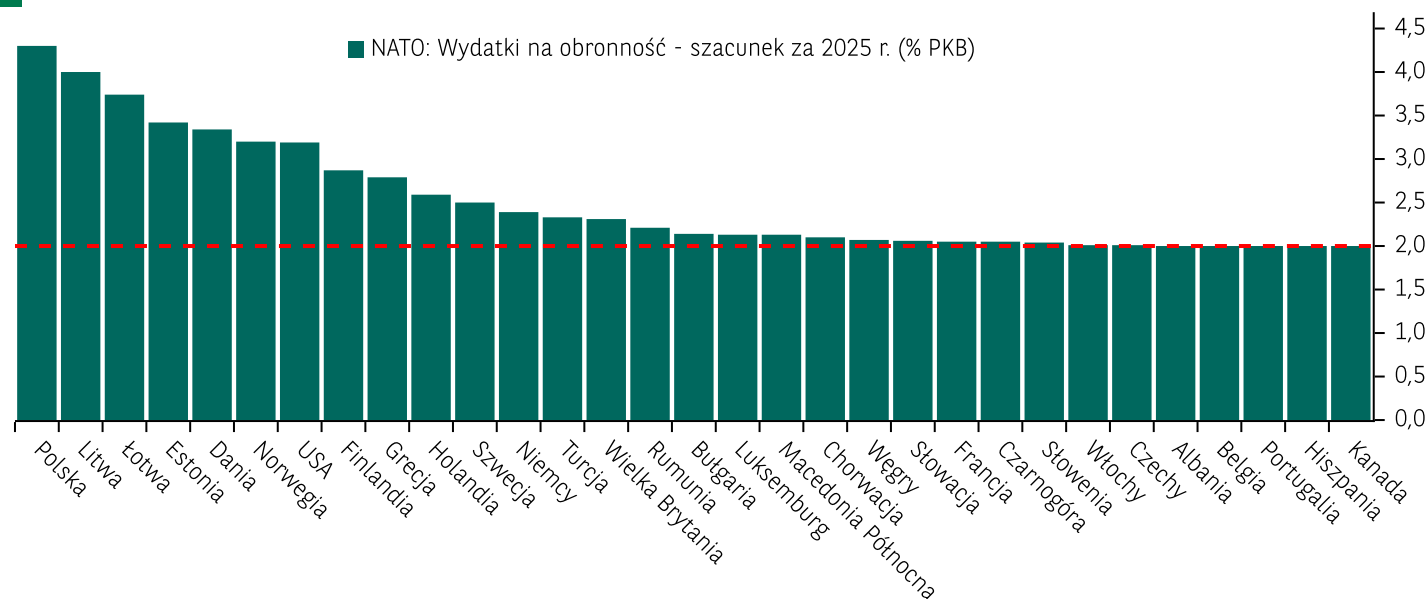
Bardzo istotnym wydarzeniem dla rozwoju Polski było też dołączenie w 1999 roku do Sojuszu Północno-Atlantyckiego (NATO). Objęcie naszego kraju amerykańskim parasolem bezpieczeństwa stało się elementem zwiększającym naszą wiarygodność, który wydaje się, że mocno przyczynił się do silnego napływu kapitału zagranicznego do Polski w XXI wieku.

Przebudowa międzynarodowego ładu stanowi więc dla Polski istotne ryzyko. O ile po pandemii wydawało się, że to zwłaszcza trendy deglobalizacyjne mogą stanowić zagrożenie dla perspektyw naszego kraju, prowadzona przez Prezydenta Trumpa polityka - w tym zwłaszcza kwestionowanie sensu NATO - sprawia, że to wymiar bezpieczeństwa (lub jego braku) może stać się jednym z kluczowych wyzwań dla Polski w nadchodzących latach.



PREZYDENT TRUMP...

> ... podważa rolę NATO

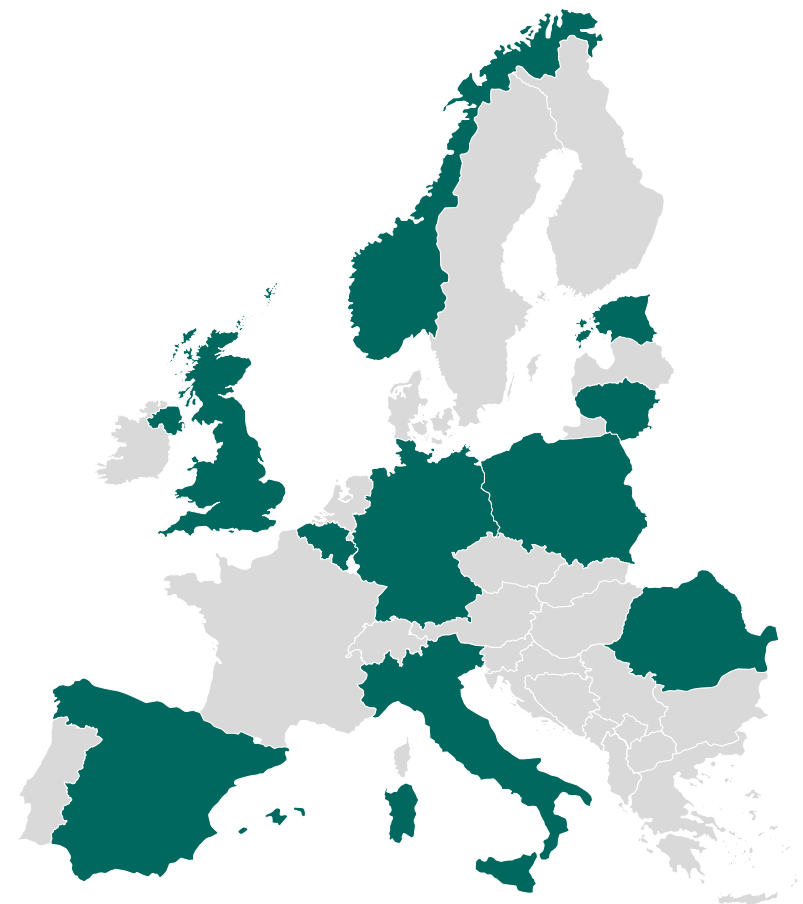


Pierwotnie głównym zarzutem stawianym przez Prezydenta Trumpa względem europejskich sojuszników w NATO były zbyt małe nakłady ponoszone na obronność. W zeszłym roku wszyscy członkowie Sojuszu osiągnęli co prawda wymagany poziom wydatków w wysokości 2% PKB, jednak do 2035 roku kwota ta ma zostać zwiększona do 5% PKB.

Od początku drugiej kadencji Prezydent Trump przyjął bardzo konfrontacyjną postawę względem partnerów z Paktu. Kością niezgody stał się m.in. status Grenlandii, która jest terytorium zależnym od Danii. W ostatnim czasie Prezydent Trump wyraził z kolei niezadowolenie wobec braku zaangażowania państw europejskich na Bliskim Wschodzie i ponownie nazwał Sojusz papierowym tygrysem.

Choć formalne wyjście USA z NATO wymaga zgody 2/3 amerykańskiego Senatu, Prezydent Trump może działać na osłabienie Sojuszu na przykład poprzez wycofanie amerykańskich wojsk z Europy, czego sygnałem może być ostatnia decyzja o redukcji liczby żołnierzy stacjonujących w Niemczech, czy problemy z rotacją oddziałów w Polsce.

Główne kraje stacjonowania amerykańskich wojsk w Europie (łącznie około 80 tys. żołnierzy)



Źródło: NATO, CFR, Macrobond, Bank BNP Paribas



BEZPIECZEŃSTWO WARUNKIEM KONIECZNYM...

> ... dla rozwoju gospodarki

Światowe Forum Ekonomiczne - Badanie opinii dyrektorów (2025)

5 największych czynników ryzyka działalności w Polsce

1. Konflikt zbrojny
2. Załamanie gospodarcze
3. Ekstremalne zdarzenia pogodowe
4. Zaburzenia w łańcuchach dostaw
5. Ryzyka cyber

Poddawanie pod wątpliwość natowskich gwarancji bezpieczeństwa przez USA, wpływa na warunki brzegowe funkcjonowania polskiej gospodarki. Choć bardzo trudno powiedzieć na ile wymierny może mieć to wpływ na statystyki makro, nie ulega wątpliwości, że taka postawa będzie negatywnie oddziaływać na postrzeganie Polski jako miejsca do prowadzenia działalności gospodarczej zarówno przez inwestorów zagranicznych jak i rodzimych przedsiębiorców.

W przeprowadzonym corocznie przez Światowe Forum Ekonomiczne badaniu opinii dyrektorów konflikt zbrojny został w ubiegłym roku drugi raz z rzędu wymieniony jako największy czynnik ryzyka dla biznesu w Polsce. Z kolei w rankingu Global Peace Index mierzącym szeroko rozumiany społeczny spokój Polska w zeszłym roku sklasyfikowana została na 36 miejscu – 12 pozycji niżej niż w 2021 roku.

Global Peace Index (2025)

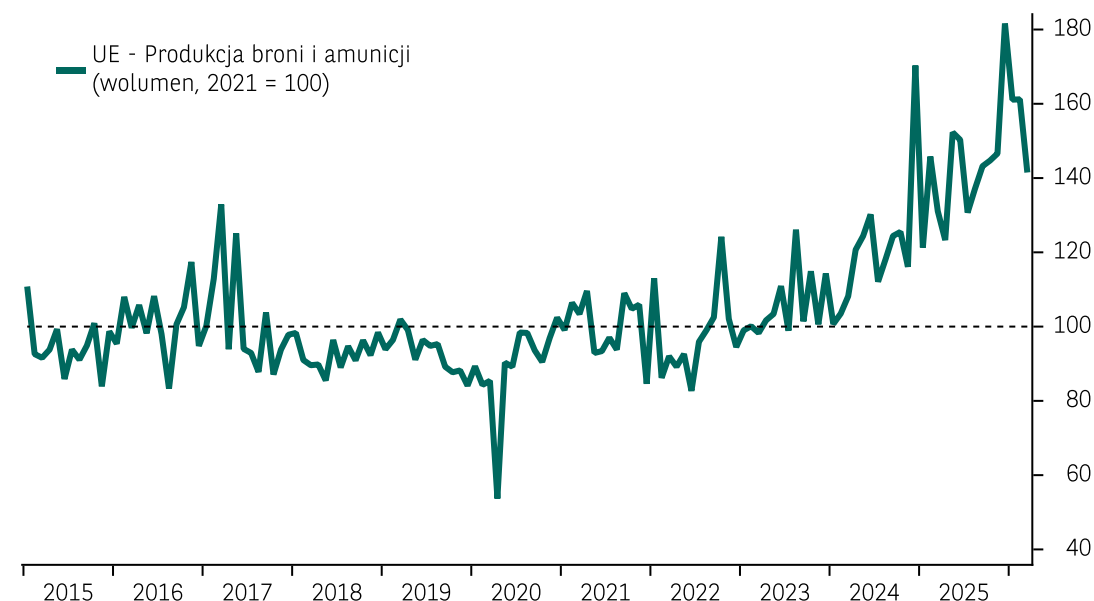
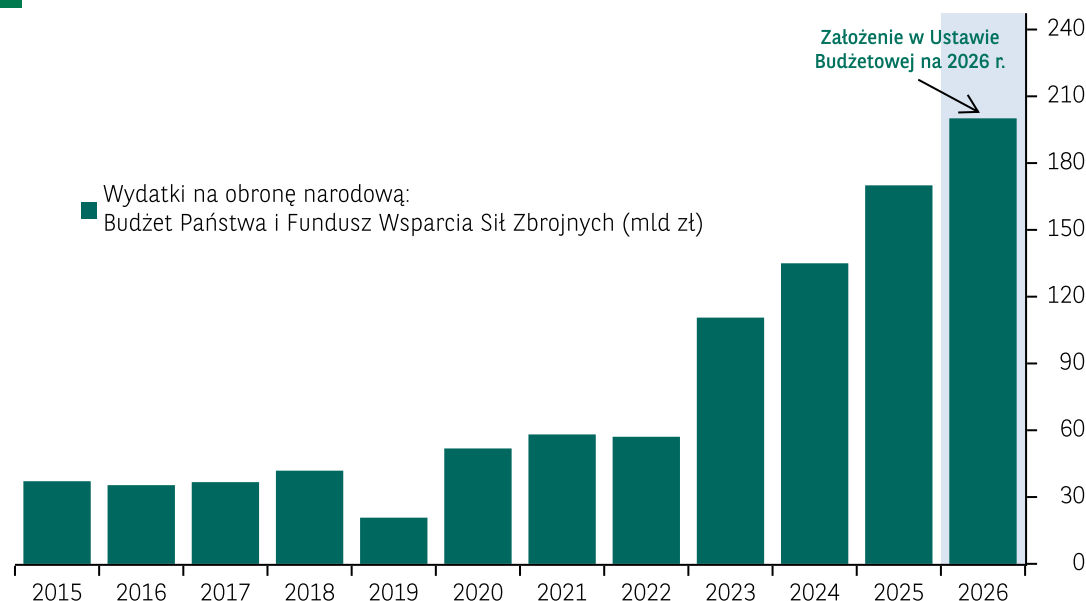
Ranking	Kraj
1	Islandia
2	Irlandia
3	Nowa Zelandia
4	Austria
5	Szwajcaria
6	Singapur
7	Portugalia
8	Dania
9	Słowenia
10	Finlandia
11	Czechy
12	Japonia
36	Polska

Źródło: WEF, IEP, Macrobond, Bank BNP Paribas



BUDOWA ZDOLNOŚCI ODSTRASZANIA...

> ... właściwym kierunkiem



Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Celem Polski musi być więc utrzymanie poczucia bezpieczeństwa mimo potencjalnie labilnego stanowiska Stanów Zjednoczonych wobec sojuszników. W tym świetle w pełni uzasadnione wydaje się zwiększanie nakładów na obronę. W zeszłym roku wydatki na ten cel z budżetu państwa i Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych wyniosły łącznie 170 mld zł (4,3% PKB), a w tym roku mogą przekroczyć 200 mld zł.

Racjonalne wydaje się też budowanie bliższej współpracy z europejskimi sojusznikami, zwłaszcza tymi dla których postrzeganie zagrożeń jest bliskie polskiej optyce (np. kraje bałtyckie, skandynawskie czy Rumunia).

Również rozwój krajowego i regionalnego potencjału obronnego w oparciu o takie inicjatywy jak unijny program SAFE (*Security Action for Europe*) powinien służyć wzmocnieniu odporności państwa i pomagać w odstraszeniu potencjalnych adwersarzy, tym samym poprawiając warunki funkcjonowania polskiej gospodarki.



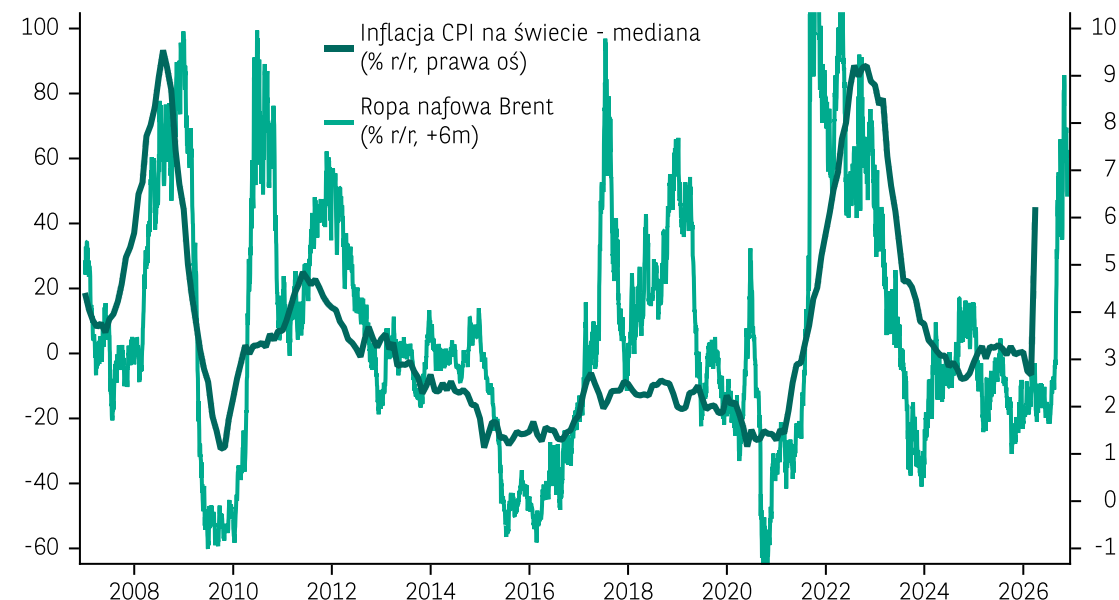
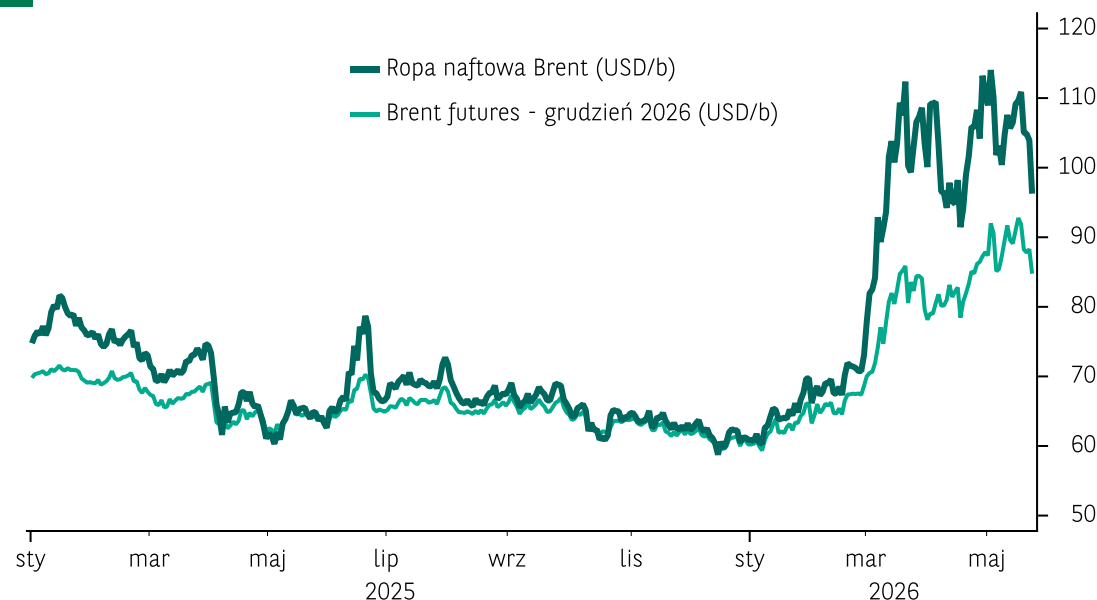
Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki



BNP PARIBAS

KONFLIKT W ZATOCE PERSKIEJ...

> ...szokiem dla gospodarki światowej



Źródło: Bank Światowy, Macrobond, Bank BNP Paribas

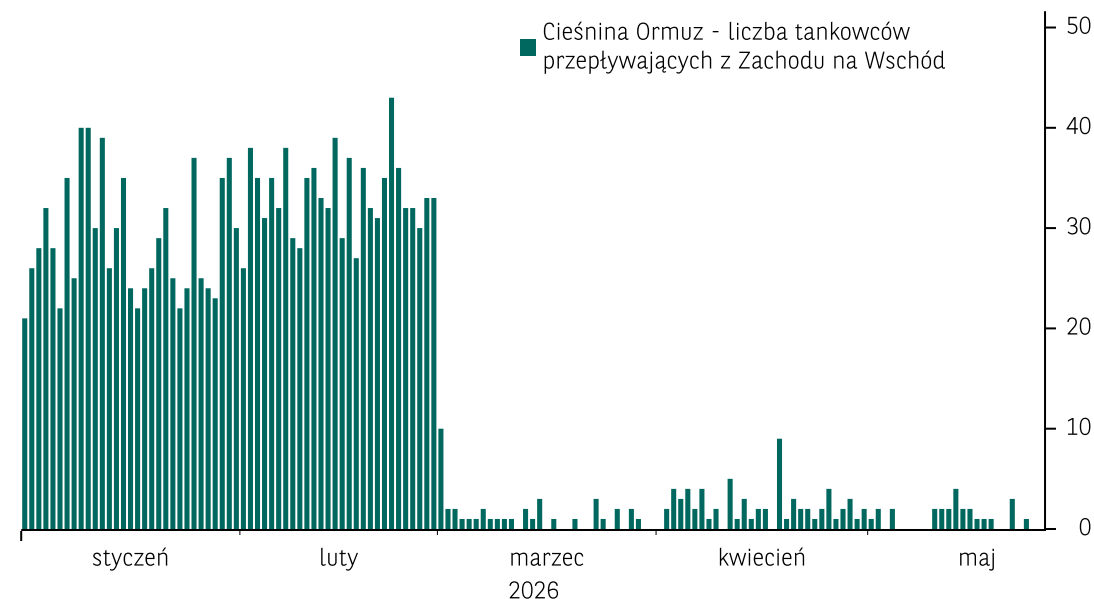
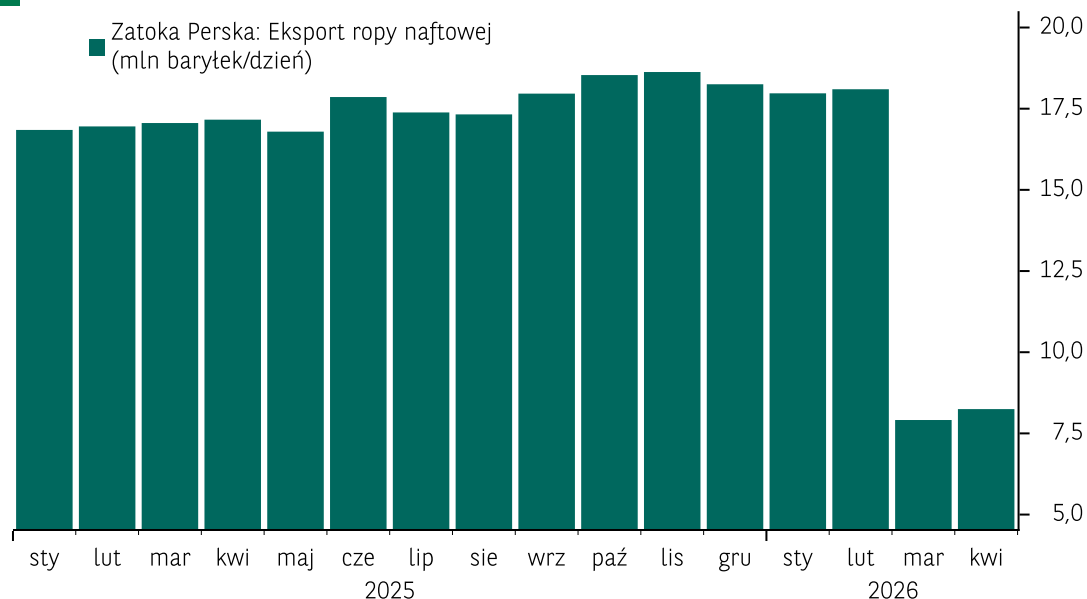
O ile koniunktura na świecie była na początku roku relatywnie dobra, na co wskazywały m.in. dane o wymianie handlowej, wybuch wojny na Bliskim Wschodzie mocno zachwiał globalną gospodarką. W odpowiedzi na wydarzenia w Zatoce Perskiej ceny surowców energetycznych na rynkach światowych poszybowały w górę, a baryłka ropy Brent (europejski benchmark) w pewnym momencie kosztowała nawet ponad 110 USD, czyli o +50% więcej niż przed początkiem konfliktu. Ostatnie doniesienia wskazujące na możliwość porozumienia między USA a Iranem spowodowały zjazd notowań baryłki Brent poniżej 100 USD. Gaz ziemny w Europie kosztuje natomiast obecnie mniej niż 50 EUR/MWh. Rynek przewiduje, że w najbliższych tygodniach/miesiącach sytuacja na Bliskim Wschodzie i w handlu surowcami będzie wracać do normy. Kwotowania kontraktów *futures* wyceniają, że na koniec roku baryłka ropy Brent kosztować będzie około 85 USD.

Skok cen mocno uderzył w perspektywy gospodarcze na świecie poprzez wzrost kosztów działalności przedsiębiorstw i wyższą inflację tłumiącą popyt gospodarstw domowych. Wraz z ewentualnym przedłużaniem ograniczeń w eksporcie ropy naftowej i paliw z Zatoki Perskiej na aktywność gospodarczą wpływać zacząć może też fizyczna dostępność surowców. Już teraz mówi się o możliwych brakach paliwa lotniczego w Europie. Póki co dziura w podaży „zasypywana” była działaniami doraźnymi m.in. uwolnieniem zapasów przez Stany Zjednoczone i zmniejszeniem importu przez Chiny, które posiadają znaczące własne rezerwy.



OTWARCIE CIEŚNINY ORMUZ...

> ... kluczowe dla normalizacji notowań na rynku surowców energetycznych



Źródło: Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

Trwałe uspokojenie sytuacji na rynku ropy naftowej wymaga porozumienia między USA i Iranem, które przywróci produkcję w regionie i swobodny transport przez cieśninę Ormuz. W wyniku konfliktu na Bliskim Wschodzie eksport ropy naftowej z rejonu Zatoki Perskiej spadł o 10 mln baryłek dziennie. Dodatkowo o 3-5 mln baryłek dziennie obniżyła się wysyłka produktów rafineryjnych. Łącznie zaburzenia podażowe są równoważne 10-15% światowego zużycia paliw. Pozbawienie rynków tak dużej ilości surowców przez dłuższy czas mogłoby skutkować dalszym znaczącym wzrostem cen, który wytrąciłby globalną gospodarkę z równowagi.

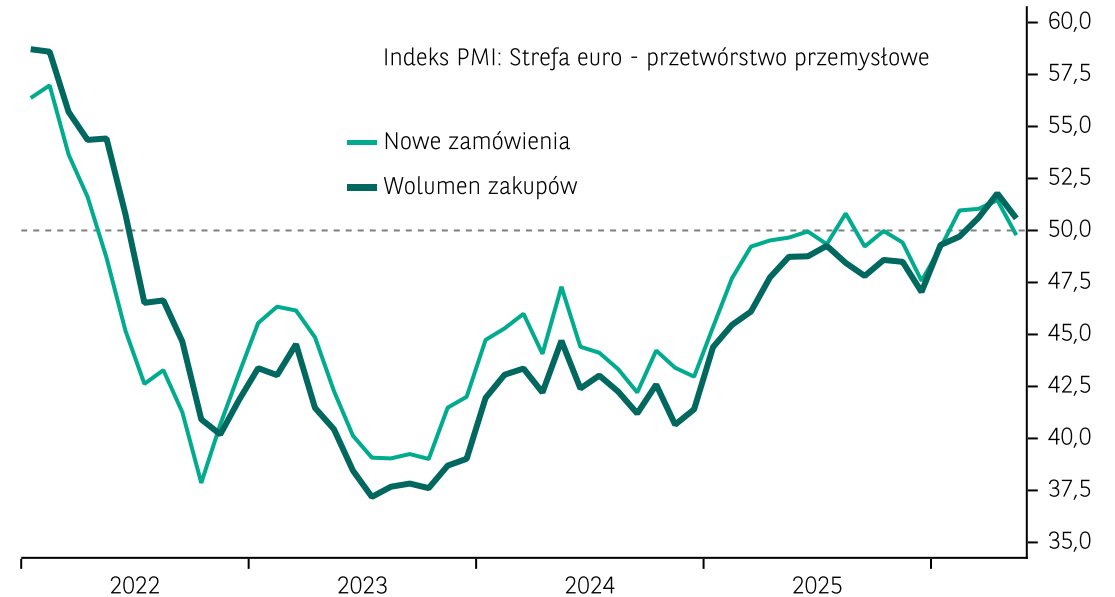
Uniknięcie takiego scenariusza wymaga przede wszystkim otwarcia cieśniny Ormuz. Bez tego warunku presja na rynku wciąż będzie się utrzymywała. Od marca ruch tym morską szlakiem praktycznie zamarł. Amerykańska blokada uniemożliwiająca transport ropy przez Iran dodatkowo zaostrzyła sytuację.

W scenariuszu bazowym na ten moment wciąż zakładamy, że ostateczne porozumienie na linii USA – Iran okaże się skuteczne i trwale zepchnie ceny surowców w dół. Przemawia za tym m.in. kalendarz polityczny w USA i zaplanowane na listopad wybory do amerykańskiego Kongresu. Uważamy jednak, że ceny ropy naftowej nie powrócą w tym roku do poziomów sprzed wybuchu wojny.



EUROPEJSKI KONSUMENT W GORSZYM NASTROJU...

> ...ale przemysł wykazywał sygnały ożywienia



Źródło: Komisja Europejska, S&P Markit, Macrobond, Bank BNP Paribas

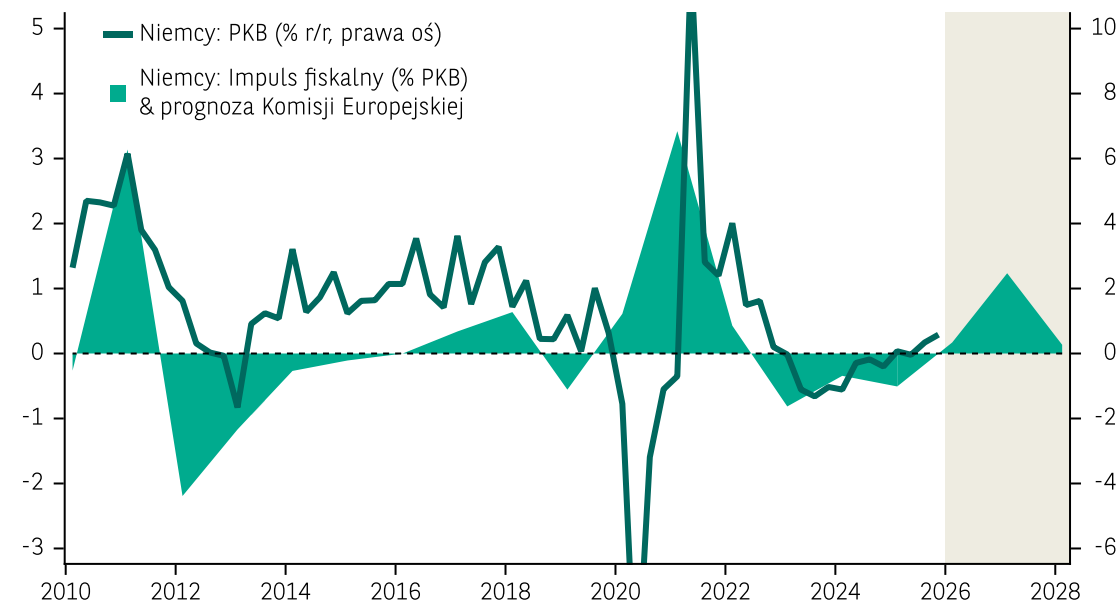
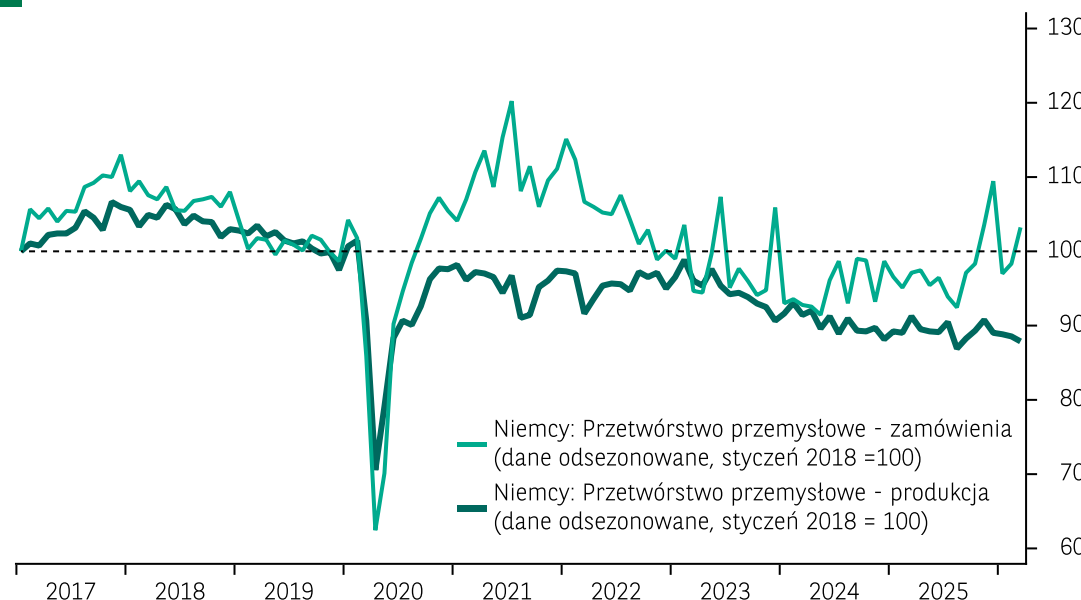
Wyższe ceny surowców energetycznych nie pozostają bez wpływu na kondycję głównych partnerów handlowych Polski w Europie. Nastroje konsumentów w Unii Europejskiej wyraźnie siadły wraz z wybuchem wojny w Iranie. Może to źle wróżyć eksportowi, zwłaszcza jeśli chodzi o dobra konsumpcyjne. Z drugiej strony na początku roku (do kwietnia włącznie) sytuacja europejskiego przemysłu poprawiała się, na co wskazywały m.in. indeksy PMI.

Róż m.in. wolumen zakupów, co biorąc pod uwagę łańcuchy produkcyjne, było dobrym sygnałem dla rodzimego sektora przetwórczego. Lepiej prezentowały się też dane o nowych zamówieniach, które sugerowały, że po kilku kwartałach marazmu koniunktura w europejskim przemyśle zaczęła się dźwigać. To nieźle współgrało z oceną polskich firm z branż przemysłowych, które zimą/wiosną w coraz mniejszym stopniu postrzegały niewystarczający popyt zagraniczny jako poważny czynnik ograniczający ich działalność.



NIEMIECKI PRZEMYSŁ ZACZYNA SIĘ POWOLI PODNOSIĆ...

> ...dzięki wydatkom publicznym?



Źródło: Destatis, Komisja Europejska, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wydaje się, że lepsza sytuacja w europejskim przemyśle od początku roku to efekt pewnego ożywienia aktywności w sektorze wytwórczym w Niemczech. Biorąc pod uwagę, że Niemcy pozostają najważniejszym odbiorcą krajowego eksportu bardziej optymistyczny obraz sytuacji za naszą zachodnią granicą jest dobrym prognostykiem dla popytu na rodzime towary przemysłowe. Należy jednak zauważyć, że do tej pory poprawa w niemieckich danych dotyczyła przede wszystkim zamówień. Liczymy jednak, że zgłaszane obecnie większe zapotrzebowanie będzie w kolejnych miesiącach przekładać się na wyższą faktyczną produkcję. Analitycy BNP Paribas Markets 360 prognozują, że wzrost PKB w Niemczech przyspieszy w tym roku do 0,8% r/r z 0,3% r/r w 2025 r.

Czynnikiem wspierającym sytuację gospodarczą w Niemczech jest poluzowanie polityki fiskalnej, w tym zwłaszcza zwiększenie nakładów na infrastrukturę w największej gospodarce Europy. Kwestią otwartą pozostaje na ile skutecznie plany inwestycyjne zostaną wdrożone w życie. Pozytywnym czynnikiem dla perspektyw gospodarczych Polski, w tym zwłaszcza przemysłu, jest też zwiększenie europejskich wydatków na zbrojenia.



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY...

> ...podwyższy stopy procentowe?

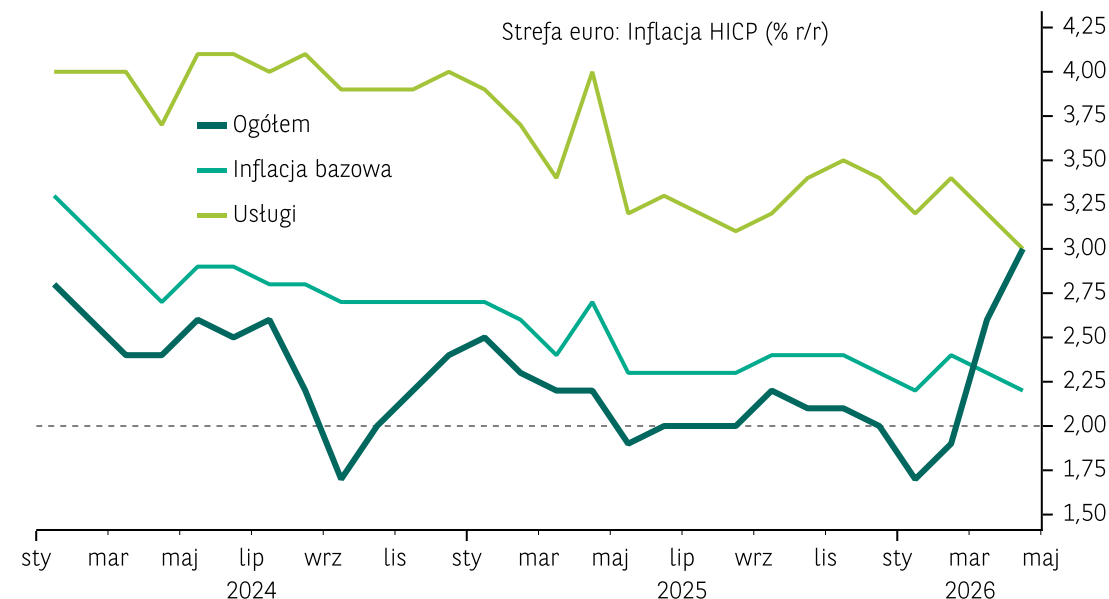
Strefa euro: Oczekiwania rynkowe 3-mies. stóp procentowych

— 3-mies. Euribor (%) — koniec 2026 — koniec 2027



Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)

— Ogółem
— Inflacja bazowa
— Usługi



Źródło: Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

O ile wydatki publiczne powinny być wsparciem dla gospodarki w Europie Zachodniej, kierunek zmian polityki pieniężnej może być mniej sprzyjający. Europejski Bank Centralny przyjął dość konserwatywną postawę względem spowodowanego sytuacją na Bliskim Wschodzie skoku cen, co może być związane z wciąż żywymi wspomnieniami szoku energetycznego z lat 2021-22, który przyczynił się do wyraźnego i trwałego podwyższenia inflacji.

W efekcie o ile nie doszłoby do szybkiego zażegnania konfliktu w Zatoce Perskiej EBC najprawdopodobniej już w czerwcu podniesie stopy procentowe o 25pb. Analitycy BNP Paribas Markets 360 (na ten moment) przewidują, że do końca bieżącego roku stopy procentowe pójdą w górę jeszcze raz (wrzesień). Taki scenariusz jest „z grubsza” spójny z wyceną rynkową.

Ostateczna skala zacieśnienia będzie zapewne zależna od inflacji. Póki co poza wzrostem cen paliw pozostałe składowe indeksu HICP nie wskazywały na wzrost presji cenowej, a trendy w przypadku cen usług czy inflacji bazowej były w ostatnich miesiącach raczej korzystne.



BNP PARIBAS

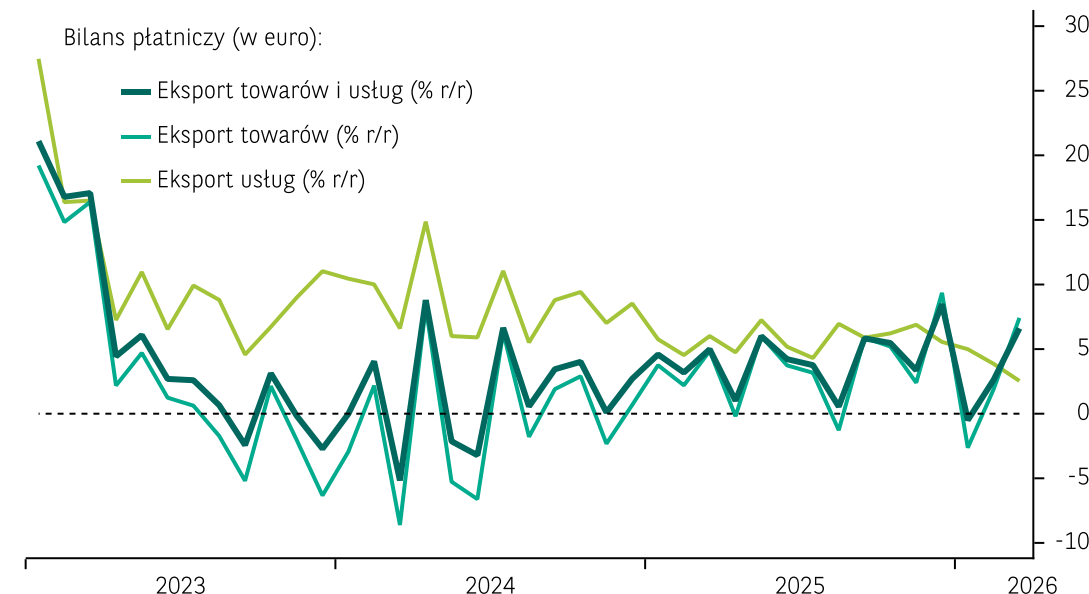
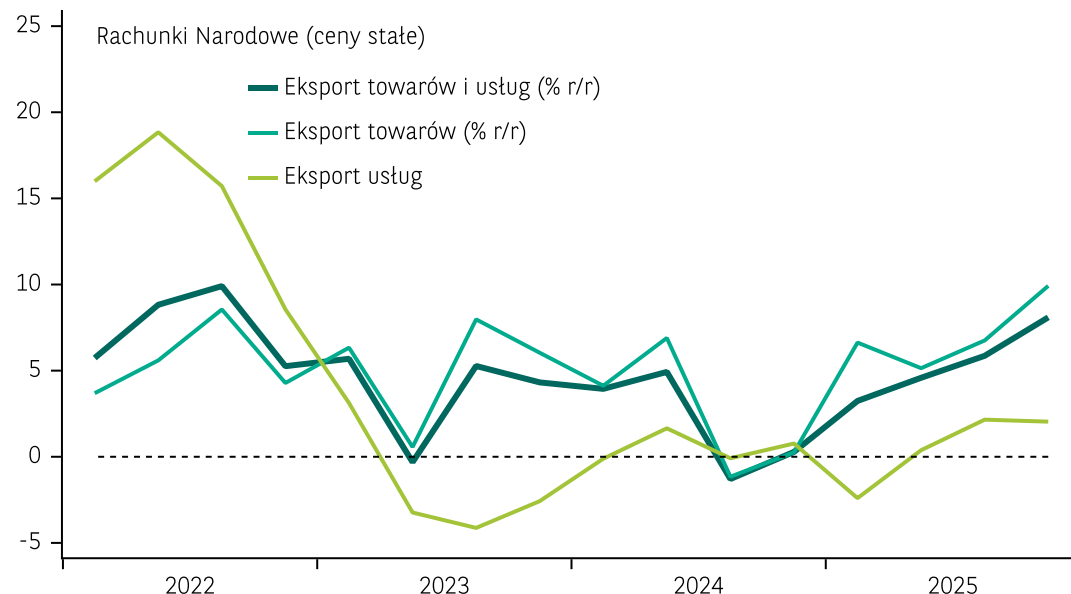
Bank zmieniającego się świata

26 maja 2026

| 20

WOLUMEN POLSKIEGO EKSPORTU WYRAŹNIE WZRÓSŁ W UBIEGŁYM ROKU...

> ... ale jego wartość była ograniczana przez spadające ceny dóbr przemysłowych



Źródło: Eurostat, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

W ubiegłym roku kondycja krajowego eksportu poprawiła się. Wolumen sprzedaży towarów i usług wyraźnie zwiększył się, zwłaszcza w drugiej połowie 2025 roku. Udział sprzedaży zagranicznej w PKB (w cenach stałych) wzrósł do 59% z 58% w 2024 roku. O ile wkład eksportu w realny PKB był wyraźnie dodatni, wartość sprzedaży zagranicznej radziła sobie gorzej. Było to w dużej mierze spowodowane trwającą deflacją cen eksportowanych towarów, która osłabiała również dynamikę przychodów polskich eksporterów (głównie dóbr przemysłowych). W przeciwieństwie do towarów, w ubiegłym roku zagraniczna sprzedaż usług zasadniczo nie zmieniła się pod względem wolumenu, ale rosnące ceny pomogły utrzymać solidny wzrost wartości eksportu w tym segmencie.

W odpowiedzi na szok cen energii rozbieżność względnych cen dóbr i usług prawdopodobnie się zmniejszy, a być może nawet odwróci w roku bieżącym. Może to ostatecznie wesprzeć ponowny wzrost przychodów firm eksportujących towary, mimo zapewne słabszej dynamiki pod względem wolumenu.



PRZEDĘ WSZYSTKIM MNIEJSZE RYNKI ODPOWIADAŁY ZA WZROST POLSKIEGO EKSPORTU...

> ... gdyż sprzedaż do głównych partnerów handlowych praktycznie pozostała bez zmian (z nielicznymi wyjątkami)

Nr.	Eksport towarów z Polski w 2025 roku	Udział w eksporcie ogółem	Wartość eksportu (mld EUR)	Roczna zmiana
1	Niemcy	27,1%	99,1	2,2%
2	Czechy	6,3%	23,0	4,8%
3	Francja	6,1%	22,4	3,3%
4	Zjednoczone Królestwo	5,1%	18,8	0,5%
5	Niderlandy	4,6%	17,0	3,1%
6	Włochy	4,5%	16,5	0,9%
7	Ukraina	3,7%	13,5	1,7%
8	USA	3,2%	11,6	-0,9%
9	Hiszpania	3,0%	11,0	7,1%
10	Słowacja	2,7%	9,9	4,2%
11	Szwecja	2,7%	9,7	13,1%
12	Węgry	2,5%	9,3	4,1%
13	Turcja	1,3%	4,8	-1,9%
14	Chiny	0,9%	3,1	-6,6%
15	Rosja	0,6%	2,2	-21,1%
Top-15 rynków		74,3%	272,0	2,5%
Reszta świata		25,7%	94,2	10,9%
Razem		100%	366,2	4,5%

Źródło: GUS, Macrobond, BNP Paribas Polska; kraje UE wyboldowane

Pod względem wartości główne kierunki sprzedaży zagranicznej w Polsce nie wniosły w zeszłym roku dużego wkładu. Średnio eksport na największe 15 rynków (które odpowiadają za prawie 3/4 całkowitej sprzedaży zagranicznej) wzrósł jedynie o 2,5% w porównaniu z rokiem 2024.

Co ciekawe, poza Rosją, która od 2022 roku systematycznie traci swój udział, polski eksport do szybciej rozwijających się gospodarek - takich jak USA, Turcja i Chiny - również skurczył się w roku ubiegłym.

Sprzedaż na kluczowe rynki europejskie radziła sobie nieco lepiej - zwłaszcza do Szwecji i Hiszpanii (które wyprzedzały inne duże kraje europejskie pod względem wzrostu gospodarczego), a także do krajów naszego regionu w Europie Środkowej, takich jak Czechy, Węgry i Słowacja, których cykl koniunktury jest - co warto podkreślić - silnie zależny od Niemiec. Tymczasem eksport do dużych gospodarek Europy Zachodniej (Niemcy, Francja, Włochy i Holandia) zwiększył się jedynie nieznacznie.

Głównym czynnikiem wzrostu wartości eksportu Polski w zeszłym roku były relatywnie małe rynki (żaden z nich nie przekraczał 0,5% polskiej sprzedaży zagranicznej). Eksport do tych krajów zwiększył się w dwucyfrowym tempie i przyczynił się w ponad 50% do ogólnej dynamiki eksportu Polski - mimo że wszystkie razem stanowiły zaledwie około 1/4 całkowitej wartości sprzedaży zagranicznej naszego kraju.

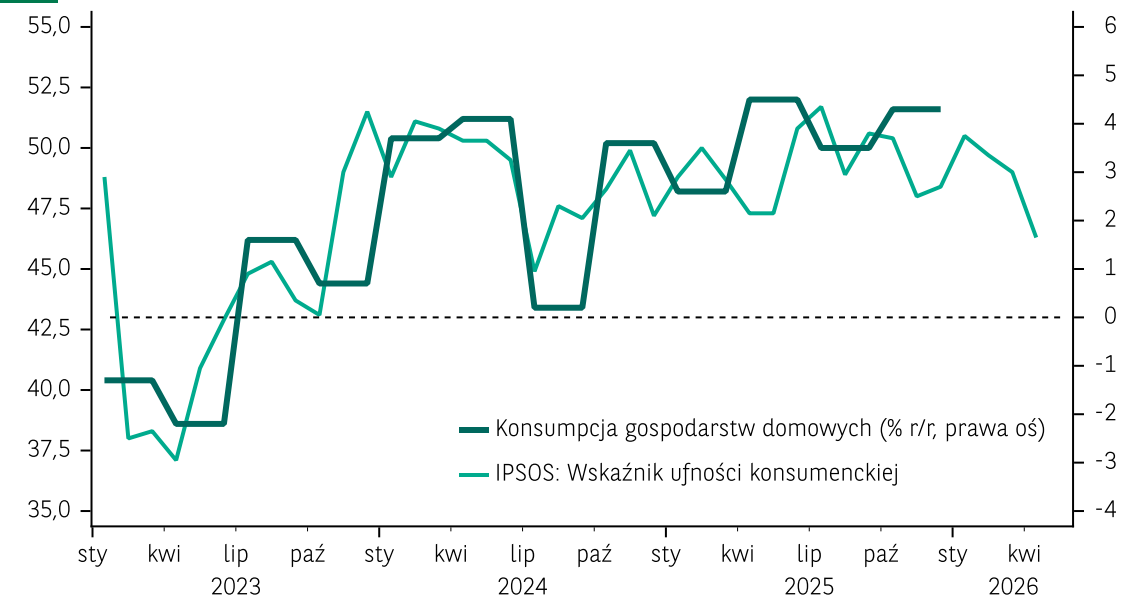
Konsument – wciąż odporny?



BNP PARIBAS

SYTUACJA NA BLISKIM WSCHODZIE...

> ...wpływie na konsumpcję?



Sprzedaż detaliczna, w cenach stałych (% r/r)	lis-25	gru-25	sty-26	lut-26	mar-26	kwi-26
Łącznie, w tym:	3,1%	5,3%	4,4%	5,0%	8,7%	1,3%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	12,9%	13,1%	-4,5%	2,7%	7,7%	0,8%
Paliwa	5,9%	8,3%	4,7%	10,2%	16,2%	25,6%
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	-2,9%	1,9%	4,3%	0,2%	4,3%	-5,8%
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	2,1%	8,4%	9,5%	5,5%	10,1%	9,1%
Tekstylia, odzież, obuwie	12,2%	6,0%	17,7%	0,8%	13,6%	-9,5%
Meble, rtv, agd	16,6%	19,8%	10,5%	7,2%	7,9%	1,0%
Prasa, książki, pozostała sprzedaż (...)	-5,2%	1,4%	8,3%	-9,3%	1,1%	-5,9%
Pozostałe	0,9%	8,6%	0,9%	9,4%	15,1%	5,5%

Źródło: GUS, IPSOS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wzrost cen paliw i ogólna niepewność geopolityczna wpływa nie tylko na nastroje konsumentów zagranicznych ale i krajowych.. Wskaźniki badań koniunktury konsumenckiej od marca zaczęły się pogarszać, sugerując potencjalne spowolnienie realnego wzrostu wydatków gospodarstw domowych z około 4% r/r do 2-2,5% w dalszej części roku.

W pierwszym kwartale sprzedaż detaliczna rosła w wartkim tempie, a wyższy wolumen obrotów odnotowany był w większości głównych kategorii podmiotów handlowych. W kwietniu dane jednak nieco rozczarowały. Choć niższą dynamikę konsumpcji towarów przypisujemy w dużej mierze efektowi Wielkanocy (wcześniejszy termin tegorocznych świąt niż przed rokiem), to znaczne zwiększenie zakupów paliw kosztem innych produktów jest naszym zdaniem odzwierciedleniem wpływu sytuacji na Bliskim Wschodzie na krajowe gospodarstwa domowe.



ELASTYCZNOŚĆ DOCHODOWA I CENOWA POPYTU NA DOBRA KONSUMPCYJNE...

> ... wskazuje na branże najmniej/najbardziej narażone na spadek sprzedaży w związku z szokiem na rynku surowców energetycznych

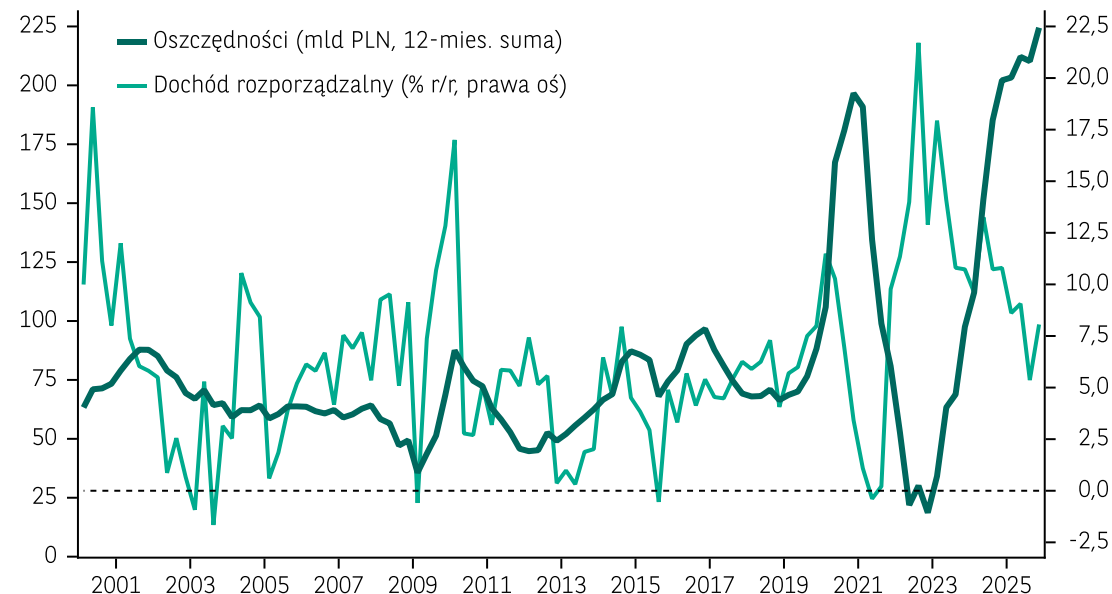
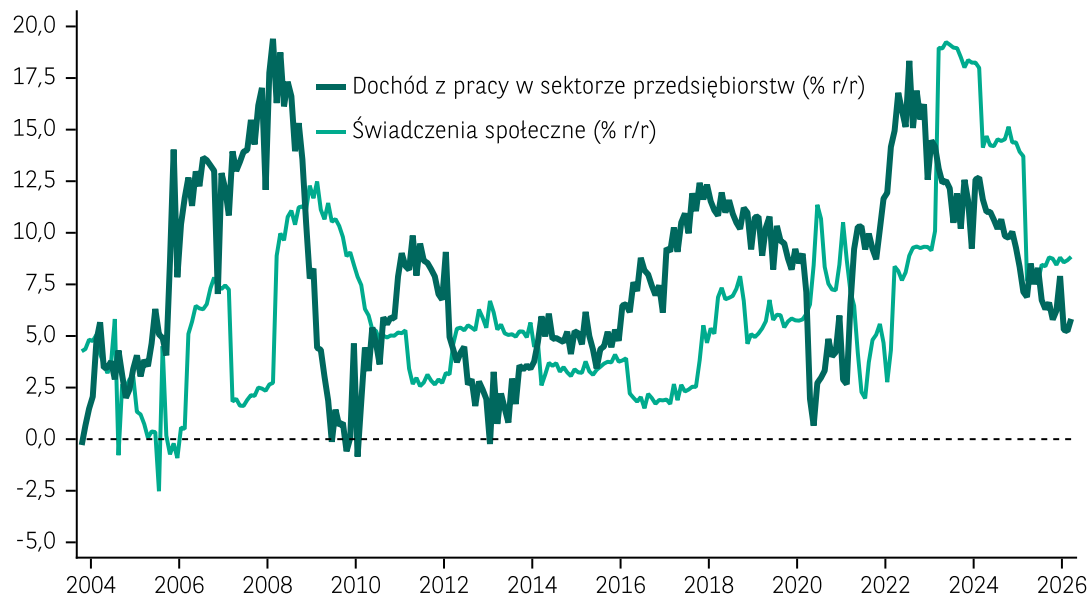
COICOP	TOWARY I USŁUGI KONSUMPCYJNE	Elastyczność dochodowa popytu	Elastyczność cenowa popytu	Udział w wydatkach bieżących	COICOP	TOWARY I USŁUGI KONSUMPCYJNE	Elastyczność dochodowa popytu	Elastyczność cenowa popytu	Udział w wydatkach bieżących
11.2	Usługi hotelarskie	3,68	-2,01	0,9%	5.6	Towary i usługi do bieżącego utrzymania gospodarstwa domowego	1,18	0,00	1,2%
4.1	Opłaty z tytułu wynajmu	2,92	-3,56	1,5%	11.1	Gastronomia	1,16	-0,51	3,3%
12.4	Ubezpieczenia	2,68	-0,42	0,8%	3.1	Odzież	1,15	-1,09	3,5%
7.1	Zakup pojazdów	2,67	-3,21	4,3%	5.4	Szkoło, zastawa stołowa i sprzęt gospodarstwa domowego	1,14	-0,89	0,6%
9.3	Pozostałe artykuły i sprzęt rekreacyjny, ogród i zwierzęta domowe	2,35	-1,49	0,5%	9.6	Turystyka zorganizowana	1,01	-1,04	1,0%
6.2	Usługi lekarskie	2,23	-1,25	1,9%	9.4	Usługi związane z rekreacją i kulturą	0,95	-1,03	2,5%
5.1	Mebłe i wyposażenie wnętrz, dywany i inne pokrycia podłogowe	2,09	-0,99	1,6%	9.2	Pozostałe dobra trwałego użytku do rekreacji i kultury	0,79	-0,05	0,1%
6.1	Produkty medyczne, urządzenia i wyposażenie	1,93	-1,55	4,1%	3.2	Obuwie	0,76	-0,93	1,0%
12.1	Higiena osobista	1,92	-1,81	3,1%	7.2	Eksploatacja indywidualnych środków transportu	0,73	-0,01	7,2%
12.3	Opieka społeczna	1,86	-0,89	0,3%	2.1	Napoje alkoholowe	0,73	-0,99	3,4%
6.3	Usługi szpitalne	1,83	-1,22	0,1%	1.2	Napoje bezalkoholowe	0,66	-1,39	2,3%
12.2	Artykuły użytku osobistego, gdzie indziej nieklasyfikowane	1,79	-0,58	0,7%	4.4	Nośniki energii	0,60	-0,20	7,7%
5.3	Urządzenia gospodarstwa domowego	1,77	-0,33	0,9%	2.2	Wyroby tytoniowe	0,52	-0,83	2,6%
5.5	Narzędzia i wyposażenie dla domu i ogrodu	1,58	-1,71	0,1%	1.1	Żywność	0,46	-0,83	16,5%
4.3	Zaopatrywanie w wodę	1,48	-0,53	2,9%	9.1	Sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny	0,38	-0,98	1,2%
5.2	Tekstylia domowe	1,39	-0,23	0,5%	7.3	Usługi transportowe	0,37	-0,57	1,4%
12.5	Usługi finansowe	1,33	-0,67	5,5%	8.1	Usługi pocztowe	0,12	-1,98	0,0%
9.5	Gazety, książki i przybory piśmiennicze	1,24	-0,66	0,9%	4.2	Konserwacja i naprawa mieszkania	0,06	-0,30	4,1%
12.6	Pozostałe usługi	1,22	-1,60	2,6%					

Źródło: Eurostat, GUS, Macrobond, BNP Paribas Polska

W naszej ocenie na spadek popytu w reakcji na utrzymujące się wysokie ceny paliw narażone są w szczególności dobra wyższego rzędu.

DOCHODY ROSŁY WOLNIEJ (ALE WCIĄŻ SOLIDNIE) NA POCZĄTKU 2026 ROKU...

> ... wspierając zarówno konsumpcję, jak i oszczędności



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

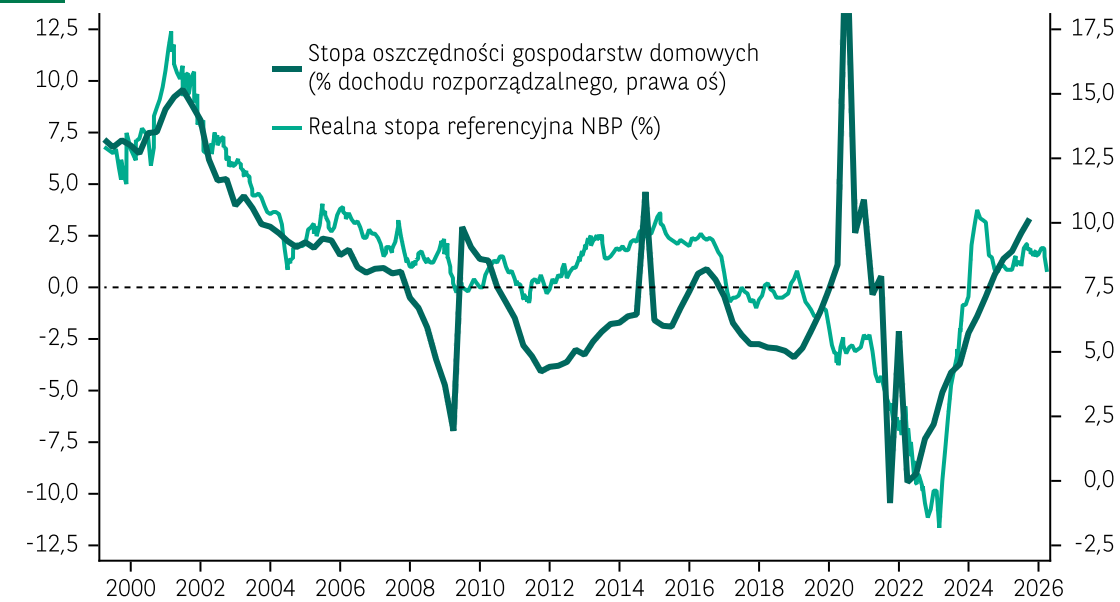
Choć wzrost cen jest czynnikiem pogarszającym perspektywy dla konsumpcji uważamy, że gospodarstwa domowe wciąż powinny znajdować się w miarę dobrej – mimo że gorszej niż w ubiegłych latach - sytuacji, zarówno jeśli chodzi o dochody jak i wydatki. Dynamika dochodów gospodarstw domowych nieco się obniży jednak powinna pozostać solidna. Nominalny wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw na początku 2026 roku osłabł do około 6%, a wzrost dochodów z pracy dodatkowo hamował przez spadek zatrudnienia w firmach. Spodziewamy się dalszego umiarkowanego obniżenia tempa wzrostu wynagrodzeń w nadchodzących miesiącach, zarówno w sektorze korporacyjnym, jak i publicznym, w którym kwota bazowa została w tym roku podniesiona o zaledwie 3%

Pomimo niższej presji płacowej dochody gospodarstw domowych nadal rosną w szybkim tempie. Świadczenia społeczne zwiększyły się w pierwszym kwartale 2026 roku o ponad 8%, głównie z powodu wzrostu przeciętnej emerytury jak i rosnącej liczby beneficjentów. Spodziewamy się, że w całym 2026 roku dochody gospodarstw domowych wzrosną nominalnie o około 6%, a w roku następnym spowolnią do około 5-6% za sprawą dalszego wyhamowania tempa wzrostu płac. Na przestrzeni ostatnich lat mocno zwiększyły się też oszczędności gospodarstw domowych. Obecnie ich strumień wynosi ponad 200 mld zł rocznie, co stanowi istotny bufor bezpieczeństwa dla konsumpcji na wypadek pogorszenia koniunktury.



STOPA OSZCZĘDNOŚCI MOŻE SIĘ ZMNIEJSZYĆ, BO REALNE OPROCENTOWANIE OBNIŻA SIĘ...

> ... co powinno wspierać konsumpcję w kolejnych miesiącach



Dochody, wydatki i oszczędności gospodarstw domowych	2024	2025	2026p	2027p
Dochód do dyspozycji (mld PLN)	2 272	2 448	2 595	2 738
Oszczędności (mld PLN)	202	224	221	233
Wydatki konsumpcyjne (mld PLN)	2 070	2 224	2 375	2 505
Dochód do dyspozycji (r/r)	11,1%	7,8%	6,0%	5,5%
Stopa oszczędności	8,9%	9,2%	8,5%	8,5%
Wydatki konsumpcyjne, nominalnie (r/r)	6,6%	7,3%	6,8%	5,5%
Inflacja CPI (r/r)	3,7%	3,6%	3,2%	2,6%
Wydatki konsumpcyjne, realnie (r/r)	2,9%	3,7%	3,5%	3,0%

Źródło: GUS, Macrobond, BNP Paribas Polska

Źródło: GUS, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Pomimo znacznego złagodzenia polityki monetarnej o 300pb w Polsce od 2023 roku, realna stopa procentowa pozostawała dodatnia. Naszym zdaniem był to kluczowy czynnik wspierający wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych do około 9% w latach 2024-25.

Wzrost inflacji napędzany drogimi paliwami sugeruje spadek stopy oszczędności w nadchodzących miesiącach (przy założeniu niezmiennionej polityki pieniężnej). To z kolei oznaczałoby, że nominalnie konsumpcja może rosnąć nieco szybciej niż nominalny dochód do dyspozycji - przynajmniej w tym roku. Zakładając średnią inflację nieco ponad 3%, prognozujemy realny wzrost konsumpcji o około 3,5% w roku bieżącym i o prawie 3% w kolejnym. Ryzykiem dla tego scenariusza jest eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, która skutkowałaby wzrostem oszczędności przezornościowych.



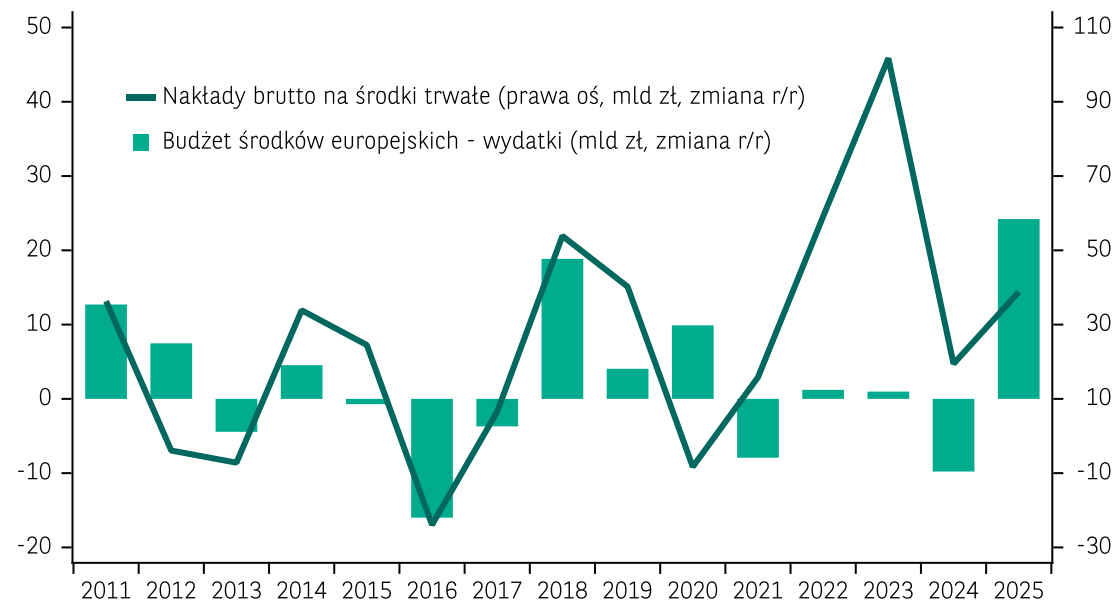
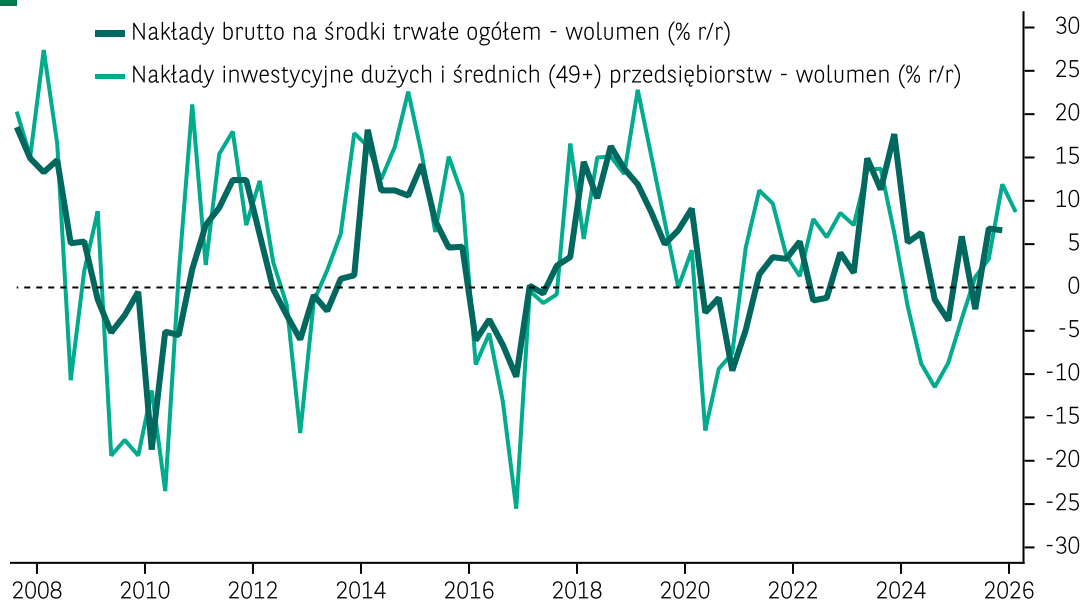
Inwestycyjny impuls z UE: KPO, SAFE, Budżet 2021-27,



BNP PARIBAS

INWESTYCJE ODBIŁY...

> ...i powinny dalej dynamicznie się zwiększać



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

O ile perspektywy eksportu i konsumpcji pogorszyły się ze względu na sytuację na Bliskim Wschodzie wciąż pozostajemy optymistami, co do prognoz inwestycji, mając na uwadze że przedłużanie się napięć geopolitycznych może negatywnie oddziaływać i na tę kategorię wydatków. Nakłady brutto na środki trwałe w ubiegłym roku odbiły i wzrosły o 4,4% r/r. Wyższe inwestycje były m.in. wynikiem stopniowego wzrostu wydatków kapitałowych przez duże i średnie firmy na przestrzeni ostatnich kwartałów. W okresie październik-grudzień 2025 roku nakłady inwestycyjne tej grupy przedsiębiorstw zwiększyły się w ujęciu realnym o ponad 10% r/r.

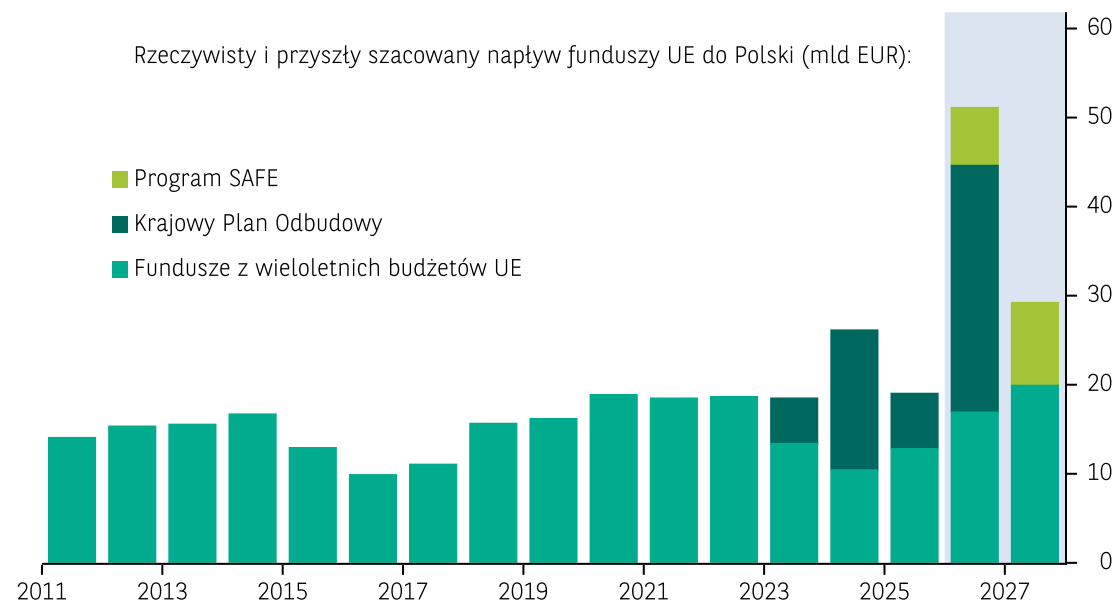
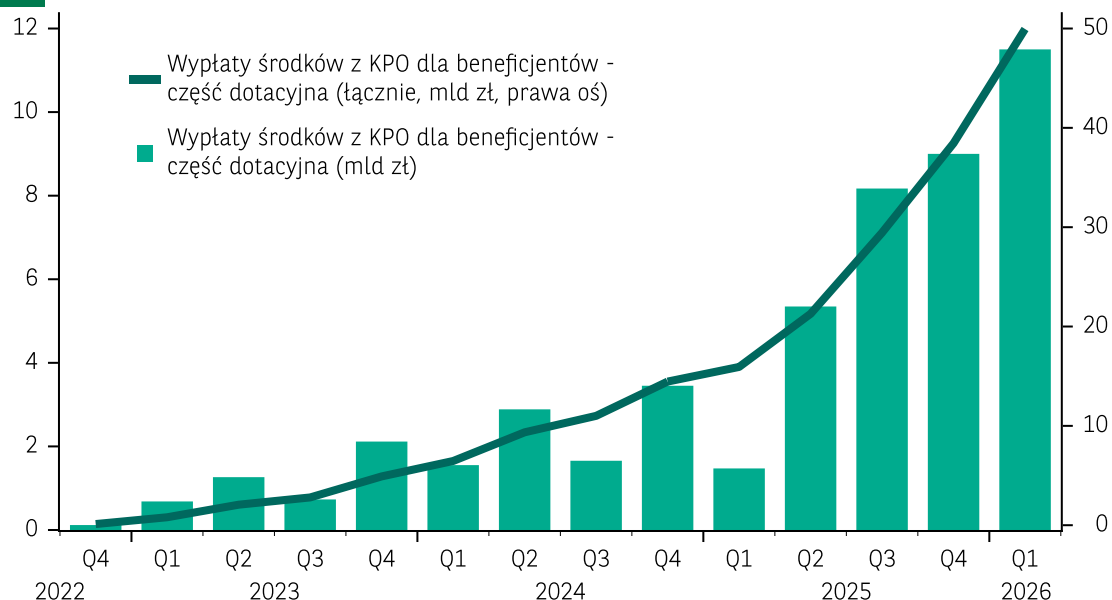
Głównym czynnikiem wspierającym ożywienie w inwestycjach wydaje się wzrost napływu środków europejskich, który zapewne wspomógł także nakłady sektora korporacyjnego. Wydatki budżetu środków europejskich zwiększyły się w zeszłym roku o ponad 20 mld zł, co było naszym zdaniem istotnym impulsem rozkręcającym procesy inwestycyjne. Ważny udział we wzroście napływu funduszy europejskich odegrały środki z Krajowego Planu Odbudowy.



KRAJOWY PLAN ODBUDOWY...



... impulsem dla wzrostu nakładów inwestycyjnych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

Na przestrzeni ostatnich kwartałów zaobserwować można systematyczny wzrost środków z KPO przekazanych do beneficjentów. W części dotacyjnej w pierwszym kwartale kwota ta przekroczyła 10 mld zł, a łącznie finalni odbiorcy otrzymali już przelewy o wartości blisko 50 mld zł. Najbliższe miesiące przyniosą dalszy istotny napływ finansowania z tego tytułu, który powinien wspierać inwestycje. KPO musi być bowiem rozliczony do końca bieżącego roku, a do beneficjentów powinny trafić jeszcze granty o wartości blisko 60 mld zł.

Istotną częścią KPO są również pożyczki (ok. 130 mld zł). W ich przypadku przełożenie na inwestycje może być jednak rozłożone w czasie. O ile bowiem umowy pożyczkowe muszą być podpisane do końca bieżącego roku ich wypłata w przypadku niektórych programów może być odsunięta w czasie nawet do przyszłej dekady.

Łączna wartość otrzymanych z Brukseli przelewów może być w tym roku rekordowa i przy wypełnieniu przez Polskę wszystkich zobowiązań jeśli chodzi o KPO (kamienie milowe, cele) może wynieść około 50 mld euro (210 mld zł). Poza środkami z KPO na tą kwotę złożą się też transfery w ramach regularnego budżetu UE, a także fundusze z nowo uruchomionego programu SAFE.

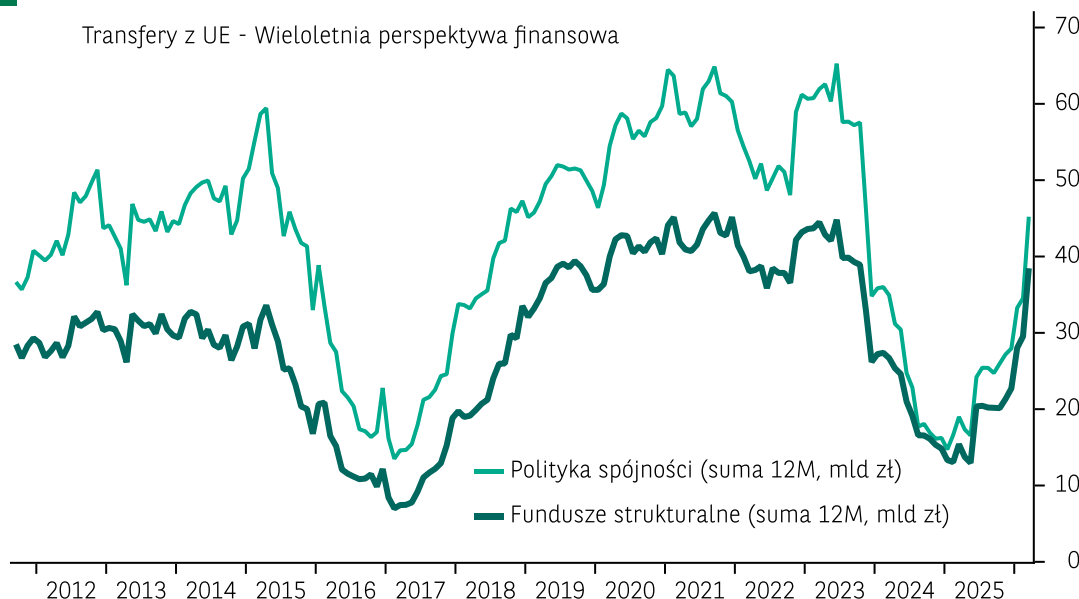


WYDATKOWANIE FUNDUSZY Z REGULARNEGO UNIJNEGO BUDŻETU...

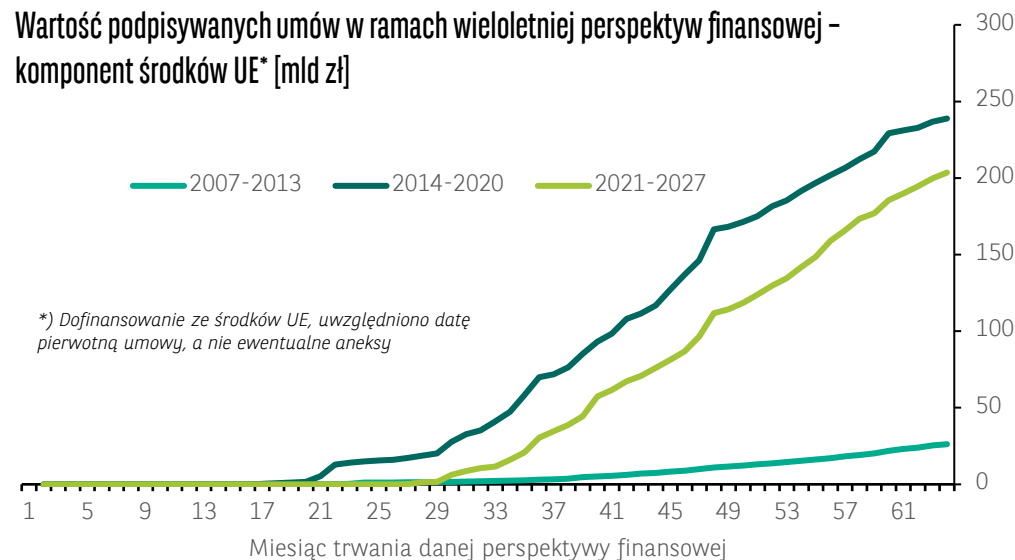


... także się rozkręca

Transfery z UE - Wieloletnia perspektywa finansowa



Wartość podpisywanych umów w ramach wieloletniej perspektywy finansowej - komponent środków UE* [mld zł]



Źródło: Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank BNP Paribas

Po zadyszce na przełomie 2024 i 2025 roku związanej ze zmianą wieloletniej perspektywy finansowej UE napływ funduszy europejskich z regularnego unijnego budżetu przyspieszył pod koniec ubiegłego roku, a na dobre nabrął rozpędu zimą. Do tej pory w ramach polityki spójności z perspektywy na lata 2021–2027 Polska otrzymała 18,8 mld euro, co stanowi ok. 25% łącznej alokacji.

Na rozkręcenie się wydatkowania środków z budżetu UE wskazują również dane o wartości podpisywanych umów, które po opóźnionym starcie rosną obecnie w bardzo żwawym tempie. Na ten moment podpisano umowy na ok. 2/3 przeznaczonych dla Polski funduszy.

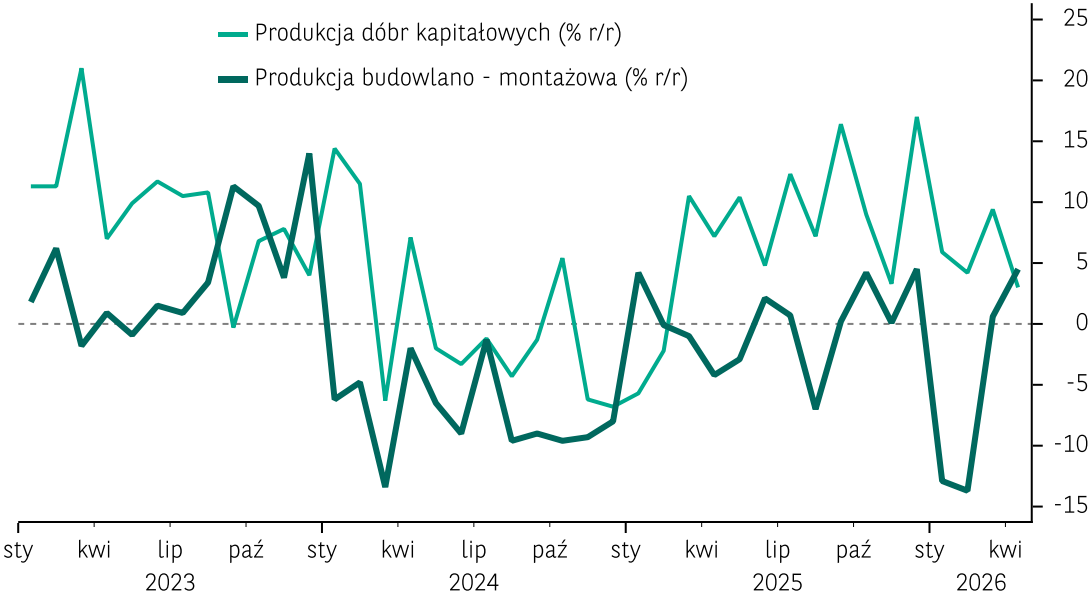


OLBRZYMI NAPŁYW UNIJNYCH FUNDUSZY...

> ... wsparciem dla producentów dóbr kapitałowych i (w końcu) sektora budowlanego

SAFE - podział środków (mld zł)

Systemy artyleryjskie	47,6
Obrona przeciwlotnicza, przeciwrakietowa oraz systemy antydronowe	44,2
Walka naziemna i systemy wsparcia	32,3
Amunicja i pociski rakietowe	23,8
Strategiczny transport powietrzny oraz zasoby kosmiczne	13,6
Technologie (Cyber, AI, WRE)	5,1
Bezpieczny Bałtyk	3,4
Infrastruktura	9,2
Odporność (SOP, Policja, Straż Graniczna)	7,1
RAZEM	186,3



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Nowością w palecie dostępnych dla Polski funduszy europejskich są środki z programu SAFE. W ramach instrumentu Polska otrzyma 43,7 mld euro na obronność w postaci korzystnie oprocentowanych pożyczek gwarantowanych przez budżet Unii Europejskiej. Z racji zawetowania przez Prezydenta Karola Nawrockiego dedykowanej SAFE ustawy pojawiła się niepewność względem możliwości finansowania wydatków przeznaczonych na infrastrukturę (9,2 mld zł) i służby państwowe (7,1 mld zł). Według ostatnich doniesień wypracowano jednak mechanizm pozwalający wykorzystać środki z SAFE i na te cele. Ponad 80% pozyskanych z SAFE funduszy ma trafić do krajowych przedsiębiorstw, co powinno być istotnym bodźcem dla rodzimego przemysłu w kolejnych latach.

Olbrzymia skala napływu funduszy europejskich w najbliższych kwartałach i latach powinna wspierać producentów dóbr kapitałowych, a także sektor budowlany. O ile wytwórcy dóbr inwestycyjnych radzą sobie bardzo dobrze w zasadzie od początku 2025 roku, budownictwo od 2024 roku znajduje się praktycznie w zastoju, a niekorzystne warunki pogodowe mocno uderzyły w wolumen prowadzonych na początku tego roku prac. Wiosna przyniosła jednak pewną poprawę wyników, co naszym zdaniem dobrze wróży aktywności budowlanej w kolejnych miesiącach.



Stan polskich przedsiębiorstw – wyniki w 2025 r. i dalsze perspektywy



BNP PARIBAS

SYTUACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW W 2025 ROKU...

> ...poprawiła się - zwłaszcza w branżach usługowych

PKD	Rentowność, przychody i koszty w 2025 roku	Rentowność brutto	Roczna zmiana rentowności brutto (w pp)	Roczna zmiana przychodów ogółem	Roczna zmiana kosztów ogółem
A	Rolnictwo, leśnictwo i rybactwo	10,6%	0,8	-3,2%	-4,0%
B	Górnictwo i wydobywanie	-5,9%	4,4	-7,9%	-11,4%
C	Przetwórstwo przemysłowe	4,8%	-0,1	1,8%	1,8%
D	Wytwarzanie i dystrybucja energii	4,9%	3,1	-8,1%	-10,8%
E	Usługi komunalne	7,6%	0,7	4,9%	4,2%
F	Budownictwo	3,7%	0,0	8,5%	8,5%
G	Handel hurtowy i detaliczny	5,4%	0,2	2,1%	1,9%
H	Transport i logistyka	8,3%	1,3	8,3%	7,0%
I	Hotele i restauracje	2,5%	-0,1	12,7%	12,7%
J	Informacja i komunikacja	4,8%	0,0	10,3%	10,3%
K	Usługi finansowe	7,2%	2,4	8,8%	6,1%
L	Obsługa nieruchomości	6,2%	0,3	6,7%	6,4%
M	Usługi profesjonalne i techniczne	2,8%	0,5	12,7%	11,9%
N	Usługi administrowania i wspierające	3,5%	-1,4	8,9%	10,4%
P	Edukacja	13,7%	1,4	3,0%	2,5%
Q	Zdrowie i opieka społeczna	5,6%	-0,3	15,3%	15,7%
R-U	Pozostałe usługi	8,2%	-1,6	25,8%	28,0%
Wszystkie branże		5,2%	0,4	3,0%	2,5%

Źródło: GUS, Pont Info, BNP Paribas Polska

Sytuacja finansowa przedsiębiorstw w Polsce poprawiła się w 2025 roku, a rentowność sprzedaży wzrosła o 0,4 pkt do 5,2%, czyli mniej więcej wieloletniej średniej. Jednak wzrost zysków był w dużej mierze zasługą dyscypliny kosztowej, ponieważ przychody wzrosły nominalnie o zaledwie 2,9%. Ta dość słaba dynamika była głównie spowodowana trwającą deflacją cen w przemyśle. Ze względu na spadające ceny przychody ze sprzedaży spadły o 8-9% w górnictwie i branży energetycznej i wzrosły o jedynie 2% w przetwórstwie przemysłowym.

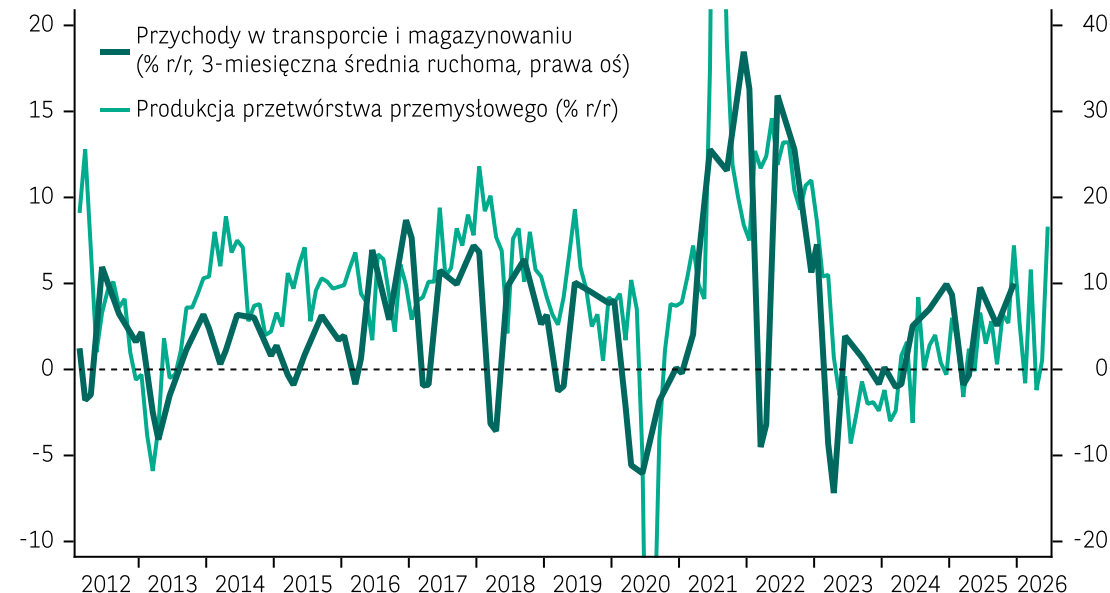
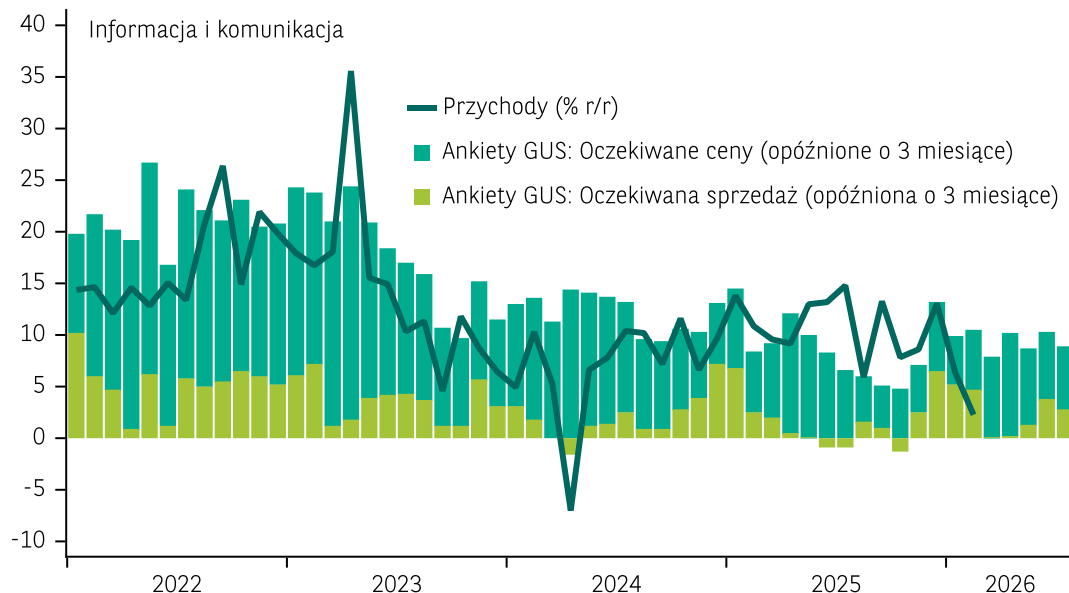
Ogólnie rzecz biorąc, usługi radziły sobie lepiej, zarówno pod względem zyskowności, jak i dynamiki sprzedaży. Służyło temu zarówno przyspieszenie realnej aktywności gospodarczej, jak i wciąż rosnące ceny w większości branż usługowych.

Droższe źródła energii (ropa naftowa i gaz ziemny) sugerują większą presję na ceny, w tym w przemyśle w roku bieżącym. Jednak wzrost przychodów będzie również funkcją realnej aktywności, a ta z kolei, popytu na dobra wytwarzane przez poszczególne sektory. Zyski zaś będą w dużej mierze zależeć od tego, czy firmy z różnych branż będą w stanie przełożyć wyższe ceny zakupu energii i materiałów na swoich klientów.



DOBRE PERSPEKTYWY WZROSTU W SEKTORZE ICT...

> ... zaś transport i magazynowanie pozostają zależne od sytuacji w przemyśle, którego branże niejednorodnie reagują na globalne ryzyka



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Dobrym przykładem ilustrującym silniejszą pozycję sektora usług niż przemysłu jest branża informacji i komunikacji. Tempo przychodów zwolniło co prawda na początku roku, ale pozostajemy pozytywnie nastawieni co do kolejnych miesięcy. Tempo przychodów branży ICT zazwyczaj zgadzało się z oczekiwaniami firm dotyczącymi przyszłej sprzedaży i cen, a obecnie koniunktura w branży pozostaje zgodna z rocznym wzrostem przychodów o około 10%.

Perspektywy wzrostu przychodów w transporcie i logistyce są bardziej niejasne, gdyż w dużej mierze są one funkcją przyszłego tempa wzrostu produkcji przemysłowej. Najnowsze odbicie aktywności w przemyśle sugeruje dalszą poprawę przychodów firm transportowych w najbliższym czasie. Niemniej szok cen energii od marca może ograniczyć popyt na usługi transportowe, zwłaszcza gdyby wzrost produkcji spowolnił w odpowiedzi na rosnące ceny paliw.



PRODUCENCI DÓBR KAPITAŁOWYCH GÓRĄ - CHEMIA, PETROCHEMIA I MEBLE POD PRESJĄ

PKD	Rentowność, przychody i koszty w 2025 roku	Rentowność brutto	Roczna zmiana rentowności brutto (w pp)	Roczna zmiana przychodów ogółem	Roczna zmiana kosztów ogółem
10-12	Artykuły spożywcze, napoje i wyroby tytoniowe	5,1%	-0,6	7,9%	8,5%
13	Wyroby tekstylne	5,4%	-0,6	-1,0%	-0,5%
14	Odzież	8,3%	0,4	-5,5%	-5,9%
15	Skóry i wyroby ze skór wyprawionych	2,5%	0,0	1,8%	1,8%
16	Drewno i wyroby z drewna	4,8%	1,1	4,3%	3,2%
17	Papier i wyroby z papieru	7,2%	0,0	2,2%	2,2%
18	Usługi poligraficzne i reprodukcyjne	6,2%	0,0	1,5%	1,6%
19	Koks, produkty rafinacji ropy naftowej	2,8%	-0,5	-9,5%	-9,1%
20	Chemikalia, wyroby chemiczne	3,5%	-1,1	-3,1%	-2,0%
21	Leki i wyroby farmaceutyczne	13,7%	-2,9	-7,5%	-5,5%
22	Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	5,6%	-0,6	0,5%	1,1%
23	Wyroby z pozost. surowców niemetalicznych	8,2%	0,2	4,3%	4,1%
24	Metale	0,3%	0,5	1,6%	1,1%
25	Wyroby metalowe gotowe	6,9%	0,6	7,3%	6,7%
26	Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne	6,5%	1,2	-3,7%	-4,9%
27	Urządzenia elektryczne	2,5%	-0,3	-6,6%	-6,3%
28	Maszyny i urządzenia gdzie indziej niesklas.	6,1%	1,0	7,3%	6,2%
29	Pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy	3,1%	0,4	1,1%	0,6%
30	Pozostały sprzęt transportowy	6,7%	0,0	8,9%	9,0%
31	Mebłe	4,8%	-0,3	-0,7%	-0,5%
32	Pozostałe wyroby	5,8%	0,2	11,2%	10,9%
33	Usł. naprawy, konserw. i instal. maszyn i urz.	5,3%	0,7	25,8%	25,0%
C	Przetwórstwo przemysłowe, ogółem	4,8%	-0,1	1,8%	1,8%

Źródło: GUS, Pont Info, BNP Paribas Polska

Wyniki finansowe przetwórstwa przemysłowego pozostały w ubiegłym roku mocno zróżnicowane. O ile ponad połowa branż odnotowała wzrost zysków, to sektory o gorszych wynikach finansowych obniżyły całkowity wynik przetwórstwa, który okazał się o 0,1 punktu procentowego gorszy niż w 2024 roku.

Głównym czynnikiem słabszej rentowności przemysłu chemicznego (chemikalia, rafinacja ropy, produkcja koksu i farmaceutyków), producentów sprzętu elektrycznego, wyrobów drewnianych i meblarskich, był mizerny wzrost przychodów. To zaś z kolei było w dużej mierze spowodowane trwającą lub pogłębiającą się deflacją cen, odzwierciedlającą m.in. silną konkurencję zagraniczną przy mocnym kursie złotego.

Tymczasem producenci dóbr kapitałowych (maszyn, pozostałego sprzętu transportowego, wyrobów metalowych) oraz pośrednich - wykorzystywanych w trakcie realizacji projektów inwestycyjnych radzili sobie znacznie lepiej, korzystając z ożywienia nakładów kapitałowych w Polsce oraz innych krajach UE. Wyższe zyski napędzane były silnym wzrostem przychodów, zarówno z powodu wyższych cen, jak i (co ważne) mocniejszego popytu.

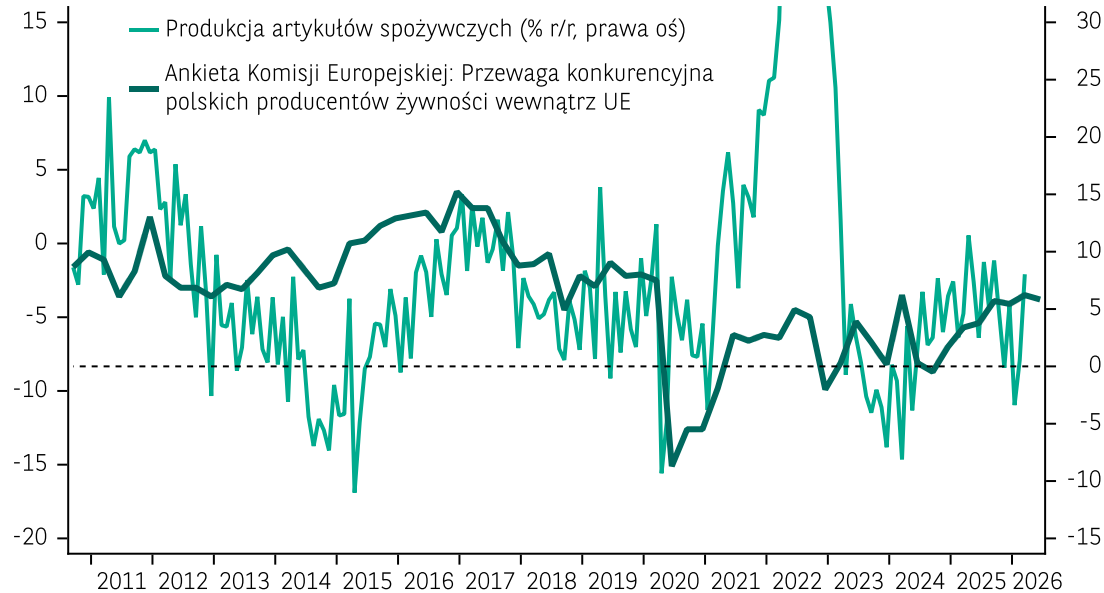
Zważywszy na to, że dzięki znaczącemu napływowi funduszy UE. pozostajemy optymistami co do perspektyw inwestycji w Polsce w tym roku, jesteśmy pozytywnie nastawieni do branż (zarówno w przemyśle, budownictwie jak i usługach) ściślej powiązanych z cyklem nakładów kapitałowych.



DOBRE PERSPEKTYWY DLA PRZETWÓRSTWA ROLNO-SPOŻYWCZEGO



... oraz producentów maszyn i urządzeń



Źródło: Komisja Europejska, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

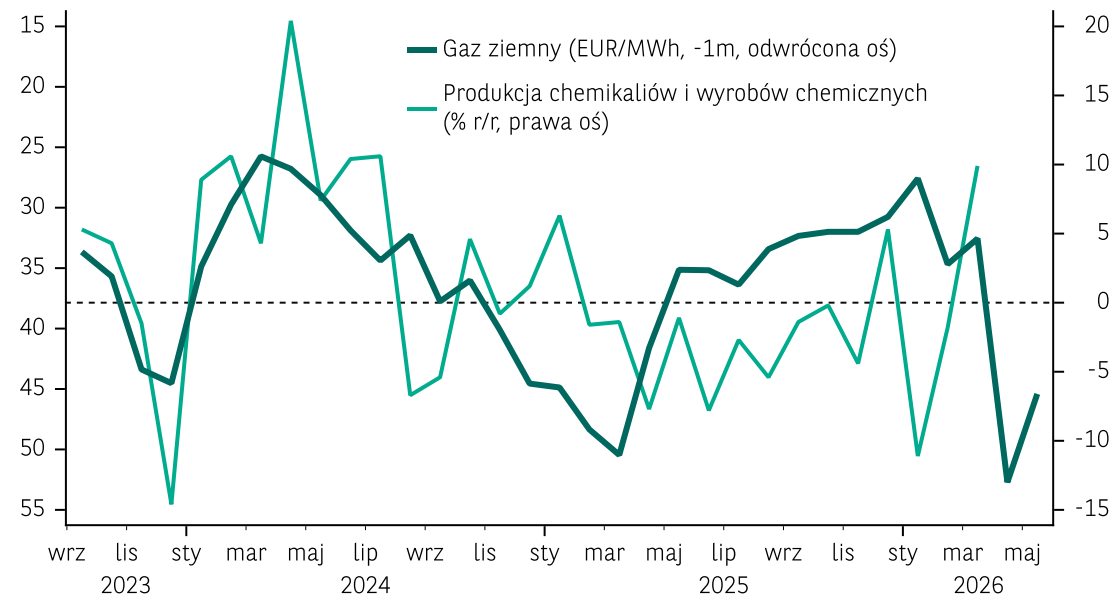
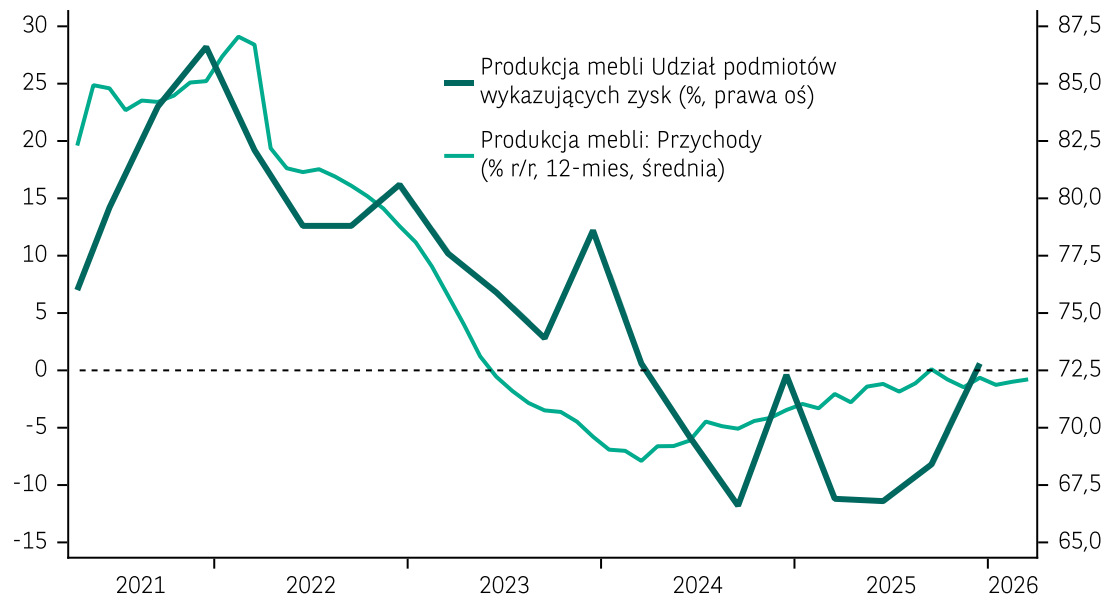
Tradycyjnie w obliczu zawirowań rynkowych, przemysł przetwórstwa spożywczego w Polsce pozostaje filarem stałego (choć niespektakularnego) wzrostu. Wynika to zarówno z niskiej elastyczności dochodowej i cenowej popytu na produkty żywnościowe jak i ich atrakcyjności cenowo-jakościowej na rynkach zagranicznych, które odpowiadają za ponad 1/4 całkowitych przychodów branży. Pozycja konkurencyjna polskich producentów żywności w UE pozostaje niezmiennie silna.

Branżą o silnym potencjale wzrostu w nadchodzących miesiącach jest produkcja maszyn i urządzeń. Przez ostatnie kilka lat ich produkcja ściśle podążała za trendem wyznaczonym przez nowe zamówienia. Te zaś rosną od początku 2025 roku (zarówno dzięki popytowi z kraju jak i zagranicy, co odzwierciedla trwające ożywienie inwestycyjne). Nowe zamówienia wskazują obecnie na przyspieszenie wzrostu produkcji branży do około 20% w połowie 2026 roku z i tak już wysokiej bazy.



CZYNNIKI KRAJOWE I KONKURENCJA ZAGRANICZNA SĄ OBCIĄŻENIEM DLA PRODUCENTÓW MEBLI...

> ... podczas gdy wyższe ceny gazu mącą perspektywy dla przemysłu chemicznego



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Wskaźniki rentowności polskich producentów mebli systematycznie spadają od końca 2021 roku, zarówno z powodu rosnącej presji kosztowej, jak i wolniejszego wzrostu przychodów. Trudności w pozyskiwaniu drewna jako surowca, a w konsekwencji wyższe ceny, negatywnie wpływały na sektor w Polsce przez ostatnie dwa lata. Dodatkowo branża boryka się z kwestiami regulacyjnymi, które generują dodatkową presję kosztową. Biorąc pod uwagę rosnącą konkurencję z Azji i wyraźną aprecjacje złotego od 2023 roku, ceny wyrobów gotowych pozostają niskie, ograniczając przychody krajowych producentów mebli. Perspektywy dla firm z branży (zwłaszcza tych mniejszych) pozostają więc relatywnie słabe.

Wzrost cen gazu ziemnego od marca sugeruje, że popyt na produkty chemiczne może spaść z powodu wyższych kosztów. Mimo to, w porównaniu z latami 2022-23, perspektywy dla branży wydają się mniej dramatyczne, biorąc też pod uwagę oczekiwane inwestycje w krajowy przemysł obronny (w tym produkcję amunicji, gdzie wyroby chemiczne służą jako wsad).



WRAŻLIWOŚĆ GOSPODARKI I PRZEMYSŁU NA WZROST CEN SUROWCÓW ENERGETYCZNYCH

Zużycie surowców energetycznych i szacowany bezpośredni koszt	Ropa i produkty rafinacji* (mln baryłek)	Koszt przy cenie 60 USD/b (mln USD)	Koszt przy cenie 100 USD/b (mln USD)	Różnica (mln USD)	Gaz ziemny (TWh)	Koszt przy cenie 30 EUR/MWh (mln EUR)	Koszt przy cenie 55 EUR/MWh (mln EUR)	Różnica (mln EUR)
Transport	165,45	9 927	16 545	6 618	1,07	32	59	27
Drogowy**	164,48	9 869	16 448	6 579	0,65	20	36	16
Pozostały	0,97	58	97	39	0,42	12	23	10
Przemysł	29,34	1 760	2 934	1 174	62,04	1 861	3 412	1 551
Górnictwo i wydobywanie	0,93	56	93	37	0,37	11	20	9
Żywność, napoje i tytoń	0,84	50	84	33	10,76	323	592	269
Tkaniny i skóra	0,26	16	26	10	0,42	13	23	10
Drewno i wyroby z drewna	0,30	18	30	12	0,43	13	24	11
Papier i druk	0,45	27	45	18	2,75	82	151	69
Chemia i petrochemia	15,42	925	1 542	617	21,90	657	1 204	547
Minerały niemetaliczne	0,88	53	88	35	11,83	355	651	296
Żelazo i stal	0,25	15	25	10	5,54	166	304	138
Metale nieżelazne	0,27	16	27	11	1,99	60	110	50
Maszyny	0,36	21	36	14	2,54	76	140	63
Sprzęt transportowy	0,37	22	37	15	1,29	39	71	32
Budownictwo	8,68	521	868	347	0,39	12	22	10
Pozostałe branże przemysłowe	0,33	20	33	13	1,83	55	101	46
Pozostałe sektory	22,72	1 363	2 272	909	65,88	1 976	3 623	1 647
Rolnictwo	15,86	952	1 586	634	0,51	15	28	13
Usługi komercyjne i publiczne	2,96	177	296	118	16,12	484	887	403
Gospodarstwa domowe***	3,88	233	388	155	49,24	1 477	2 708	1 231

Źródło: Eurostat, Macrobond, BNP Paribas Polska; *) dane za 2024 rok; **) transport drogowy obejmuje zużycie paliw przez gospodarstwa domowe do prywatnych środków transportu; ***) tylko do celów energetycznych



WPŁYW ISTOTNYCH CZYNNIKÓW HAMUJĄCYCH AKTYWNOŚĆ W PRZEMYSŁE PRZETWÓRCZYM...

> ... zezłał w ostatnim czasie



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Pomimo wzrostu cen ropy i gazu od marca, polskie firmy produkcyjne stały się ostatnio nieco bardziej optymistycznie. Według badania GUS kluczowe czynniki ograniczające aktywność stały się mniej istotne, z wyjątkiem niedoboru surowców i półproduktów. Nie jest to zaskakujące, biorąc pod uwagę wydarzenia na Bliskim Wschodzie oraz świeżą pamięć o wpływie poprzednich kryzysów (Covid, wojna na Ukrainie) na łańcuchy dostaw. Mimo to pogorszenie się oceny w tym zakresie jest obecnie zasadniczo nieistotne w porównaniu z rokiem 2021-23.

Jednocześnie odsetek firm produkcyjnych, które nie zgłaszają czynników ograniczających ich aktywność, wzrosła najszybciej od lat 2018-19, co może sugerować, że krótkoterminowe perspektywy wzrostu produkcji przemysłowej i ogólnego PKB pozostają bardzo solidne, przynajmniej na razie.



STRUKTURA POPYTU NA PRODUKTY POLSKIEGO PRZEMYSŁU JEST DOŚĆ ZRÓŻNICOWANA

PKD	Wykorzystanie produktów branży	Zużycie pośrednie	Konsumpcja (prywatna i publiczna)	Nakłady kapitałowe*	Eksport
10-12	Artykuły spożywcze, napoje i wyroby tytoniowe	28,1%	39,6%	6,9%	25,3%
13	Wyroby tekstylne	39,3%	23,9%	1,3%	35,5%
14	Odzież	5,3%	55,9%	0,1%	38,6%
15	Skóry i wyroby ze skór wyprawionych	6,9%	55,2%	0,4%	37,6%
16	Drewno i wyroby z drewna	59,1%	4,7%	2,3%	33,9%
17	Papier i wyroby z papieru	63,5%	6,1%	2,1%	28,3%
18	Usługi poligraficzne i reprodukcyjne	75,8%	21,2%	0,4%	2,6%
19	Koks, produkty rafinacji ropy naftowej	63,1%	24,9%	2,0%	10,0%
20	Chemikalia, wyroby chemiczne	56,2%	12,4%	1,4%	30,0%
21	Leki i wyroby farmaceutyczne	22,9%	58,7%	-0,4%	18,8%
22	Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	57,0%	6,4%	1,7%	34,9%
23	Wyroby z pozost. surowców niemetalicznych	61,5%	10,5%	6,8%	21,2%
24	Metale	66,4%	0,3%	3,0%	30,4%
25	Wyroby metalowe gotowe	58,0%	1,7%	12,7%	27,7%
26	Komputery, wyroby elektroniczne i optyczne	23,9%	18,1%	11,7%	46,3%
27	Urządzenia elektryczne	28,8%	10,8%	7,4%	53,0%
28	Maszyny i urządzenia gdzie indziej niesklas.	25,3%	2,0%	26,7%	46,0%
29	Pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy	25,8%	19,1%	13,3%	41,9%
30	Pozostały sprzęt transportowy	25,1%	6,8%	22,3%	45,8%
31	Meble	13,0%	26,4%	6,5%	54,1%
32	Pozostałe wyroby	19,2%	39,2%	6,0%	35,6%
33	Usł. naprawy, konserw. i instal. maszyn i urz.	56,4%	0,6%	32,1%	10,9%
C	Przetwórstwo przemysłowe, ogółem	40,5%	19,1%	7,7%	32,7%

Źródło: GUS, BNP Paribas Polska; *) w tym zmiana zapasów; zaznaczono jeśli źródło popytu istotniejsze niż średnio w przetwórstwie przem.

Większość branż produkcyjnych ma dwa główne źródła popytu na swoje produkty. Wyjątki stanowią przetwórstwo rolno-spożywcze, produkcja papieru, chemikaliów, farmaceutyków, niemetalicznych produktów mineralnych (takich jak szkło i cement), metali oraz sprzętu elektrycznego, które bazują głównie czy to na popycie konsumpcyjnym, czy zagranicznym, lub też wytwarzają wsad produkcyjny w innych sektorach.

Prognozowany szybki wzrost inwestycji w Polsce (ale też np. w Niemczech), powinien przede wszystkim wspierać wytwórców dóbr kapitałowych (maszyn, urządzeń, sprzętu transportowego i wyrobów metalowych), oraz producentów wyrobów potrzebnych do realizacji projektów infrastrukturalnych (wyroby z drewna, gumy, tworzyw sztucznych i metali), a także firmy świadczące usługi naprawcze i instalacyjne.

Oczywiście, zarówno w kraju, jak i za granicą polski przemysł nadal będzie mierzyć się z konkurencją zagraniczną (zwłaszcza pod względem cenowym). Chociaż dla całego przemysłu czynnik ten wydaje się być obecnie mniej istotną barierą działalności, to nadal stanowi on poważne ryzyko dla producentów mebli, sprzętu elektrycznego, a także (pomimo solidnych wyników produkcji w ostatnich miesiącach) producentów maszyn, sprzętu transportowego i całej branży automotive.



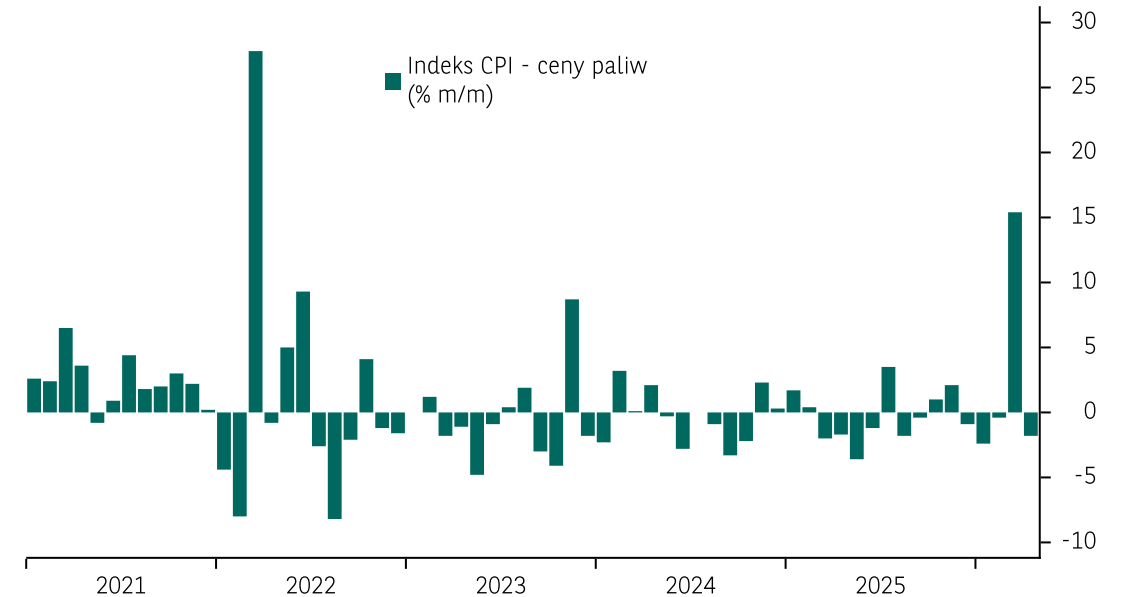
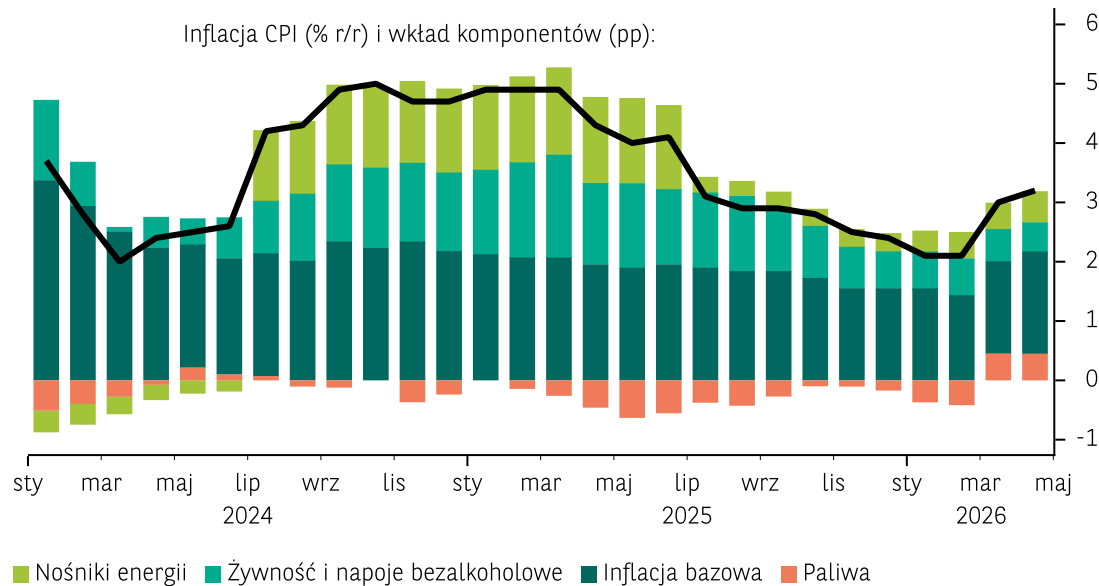
Inflacja – droższe paliwa podbijają dynamikę cen



BNP PARIBAS

INFLACJA CPI PRZYSPIESZA...

> ... nie tylko ze względu na droższe paliwa



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

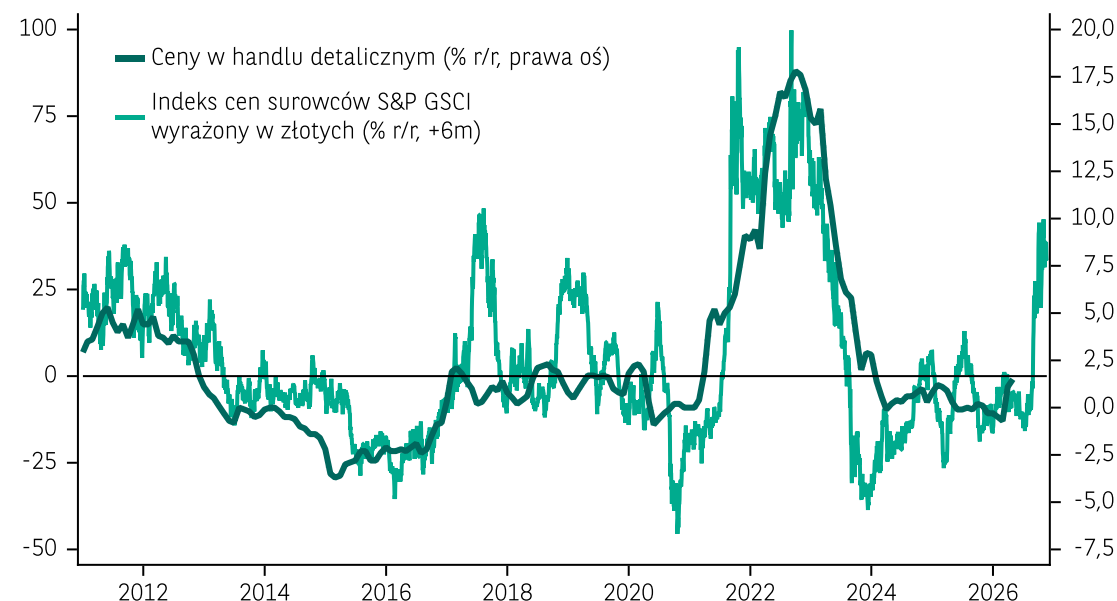
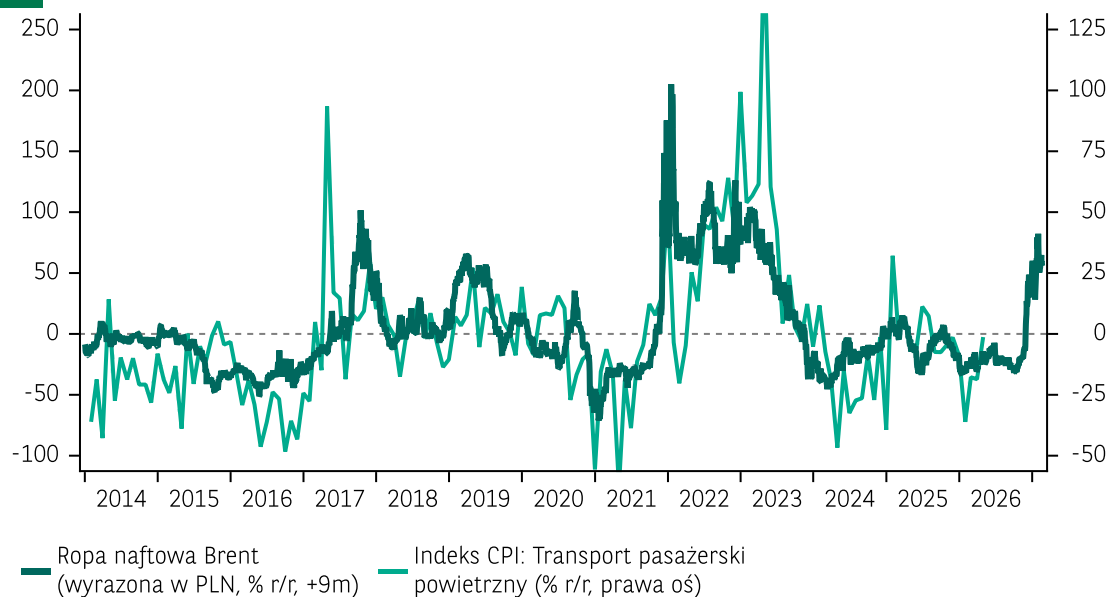
Po wybuchu wojny w Zatoce Perskiej inflacja CPI w Polsce wyraźnie przyspieszyła i w kwietniu wyniosła 3,2% r/r wobec 2,1 % r/r w lutym. Do przyspieszenia dynamiki cen przyczyniły się w głównej mierze paliwa, które w marcu podrożały o ponad 15% m/m. W kwietniu jednak wprowadzenie pakietu CPN („Ceny Paliw Niżej”), obejmującego obniżenie podatków akcyzowego i VAT na benzynę i olej napędowy a także wprowadzenie ceny maksymalnej nieznacznie zredukowało koszt zakupu paliw.

Poza paliwami w ostatnich dwóch miesiącach z 2,5% r/r w lutym do 3% r/r w kwietniu podniosła się inflacja bazowa (wyłączająca energię, paliwa i żywność) i to wzrost tej miary procesów cenowych budzi pewien niepokój czy w nadchodzących miesiącach nie będziemy obserwować tzw. efektów drugiej rundy tj. przekładania się wyższych notowań surowców energetycznych na podwyżki cen pozostałych towarów i usług. Mogłoby to doprowadzić do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas.



JAK SILNE...

> ... będą efekty drugiej rundy?



Źródło: GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

W przypadku niektórych kategorii produktów jak np. transportu drogowego czy lotniczego przełożenie wyżki notowań ropy naftowej na wzrost cen wydaje się nieuchronne. Kwestią otwartą jest natomiast jak szybko może ono nastąpić. Przykładowo w kwietniu bilety lotnicze podrożały o 60% m/m, jednak w ujęciu rok-do-roku ich koszt wciąż był o kilka procent niższy niż przed 12 miesiącami, co sugeruje przestrzeń do dalszych podwyżek.

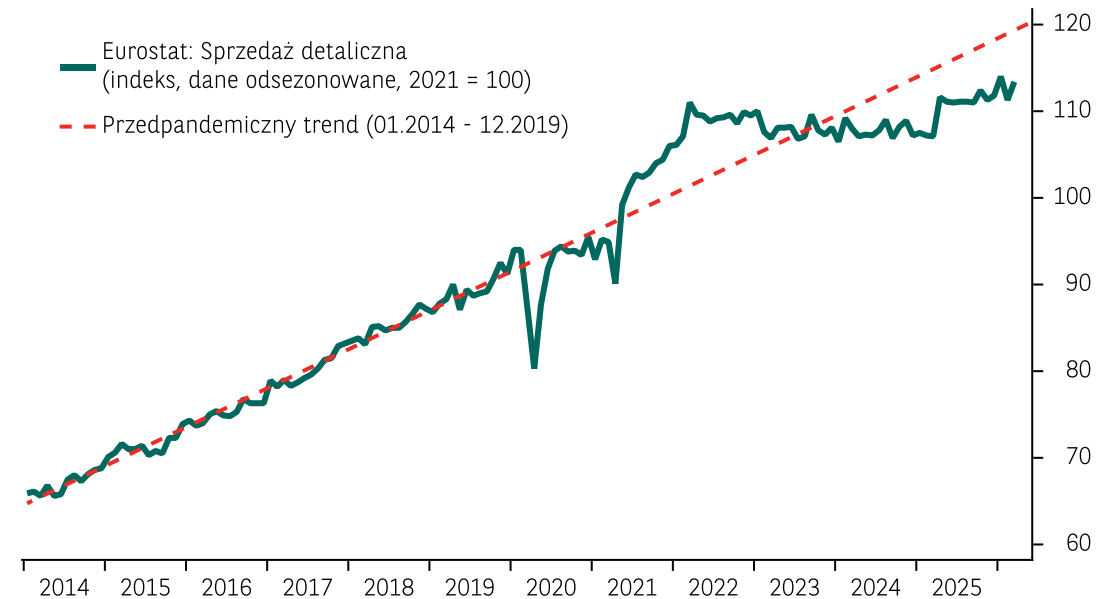
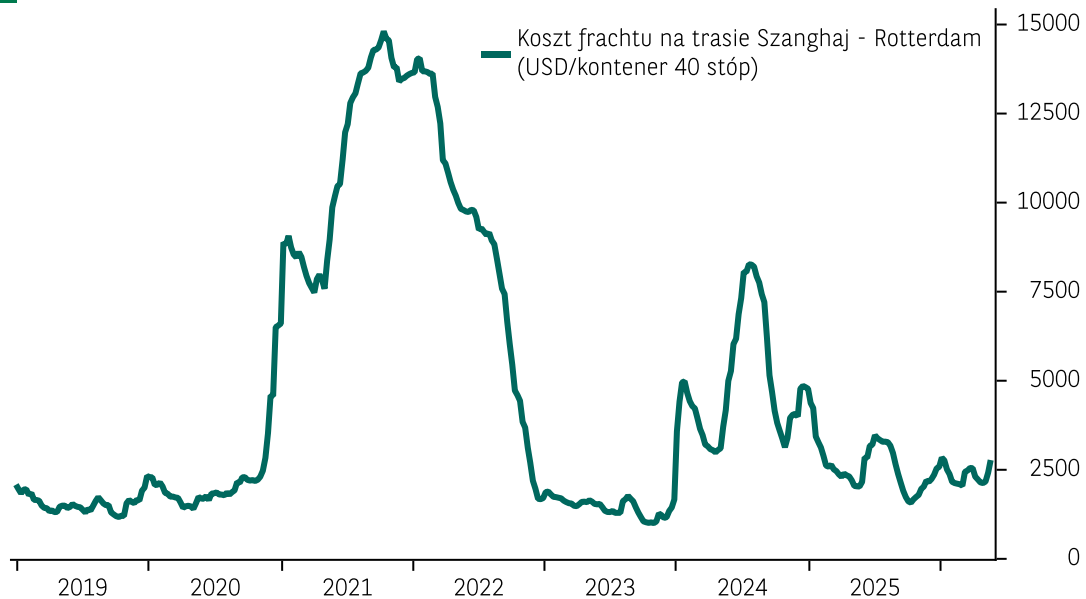
Historycznie przeniesienie droższych surowców energetycznych na ceny innych dóbr i usług trwał około 6-9 miesięcy. Nie wykluczamy jednak, że ze względu na wciąż świeże doświadczenia inflacyjne z lat 2021-2022 obecnie proces ten może następować szybciej.

Im dłużej trwać będzie impas w Zatoce Perskiej tym większe ryzyko rozlania się inflacji szerzej po gospodarce. Sądzymy, że narażone na to są bardziej ceny towarów niż usług (z wyłączeniem transportu), w związku z większą zależnością od cen ropy naftowej np. poprzez podwyższone koszty dostaw. Sprzyjać temu może również fakt iż w ciągu ostatniego roku o ok. 40% podrożały metale przemysłowe.



TRANSPORT MORSKI TAŃSZY...

> ...a konsumpcja mniej nakręcona niż w latach 2021-2022



Źródło: Drewry, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

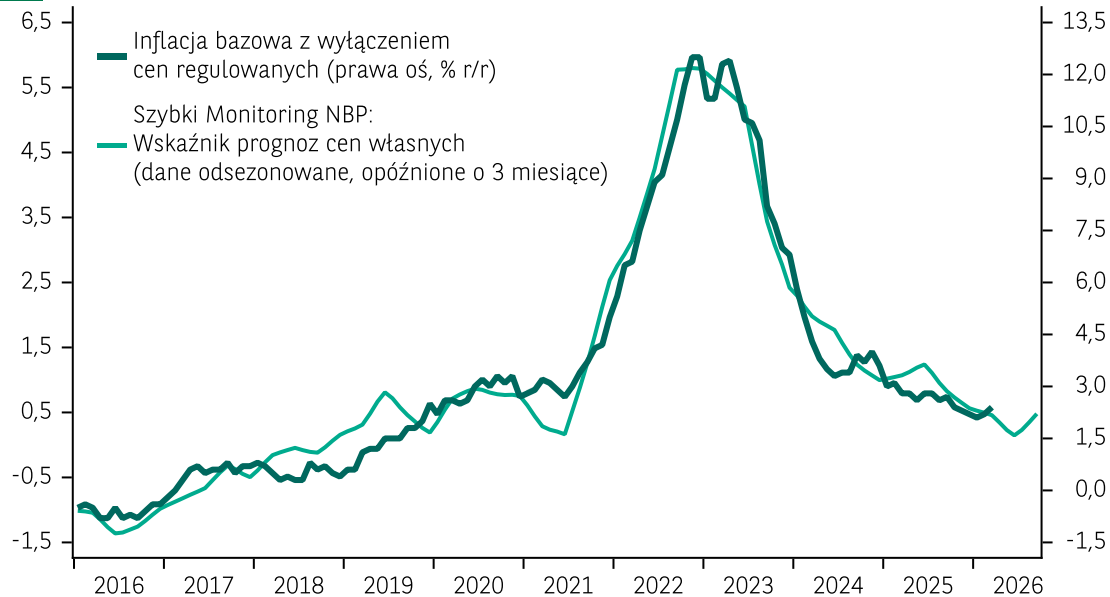
Jednak w przeciwieństwie do ostatniego inflacyjnego epizodu póki co ceny frachtu międzynarodowego nie poszybowały w górę, co wraz z umocnieniem złotego względem dolara jest w naszej ocenie czynnikiem ograniczającym skalę efektów drugiej rundy, wynikających ze zwiększenia kosztów importu.

Dodatkowo inaczej niż w 2022 roku nie mamy obecnie do czynienia z tak silnym skokiem popytu konsumpcyjnego jaki obserwowany był w polskiej gospodarce przed 4 laty., kiedy po pandemicznym marazmie sprzedaż detaliczna wystrzeliła. Choć uważamy, że wzrost konsumpcji pozostanie solidny to nie uważamy, że będzie on na tyle silny, aby stwarzał warunki mocno sprzyjające pełnemu przełożeniu przez przedsiębiorców wyższych kosztów działalności na ceny produktów finalnych.



PRZEDSIĘBIORSTWA MOGĄ NIE PRZENIEŚĆ W PEŁNI WYŻSZYCH KOSZTÓW...

> ... na finalnych nabywców



Źródło: NBP, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Przemawiają za tym także prognozy samych firm. W badaniu przeprowadzonym przez NBP w okresie od 20 lutego do 16 marca - tj. już w trakcie trwania wojny na Bliskim Wschodzie - wskazania prognoz cen własnych nie sugerowały że przedsiębiorstwa planują istotne podwyżki (choć podchodzimy do tych wyników z pewną dozą ostrożności ze względu na wciąż początkowy etap konfliktu).

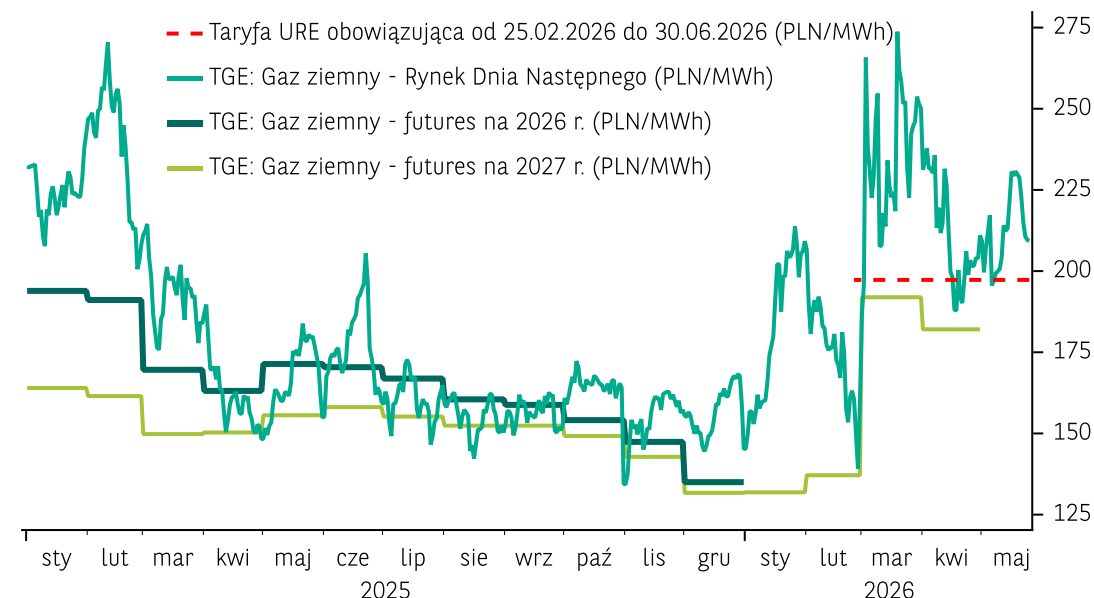
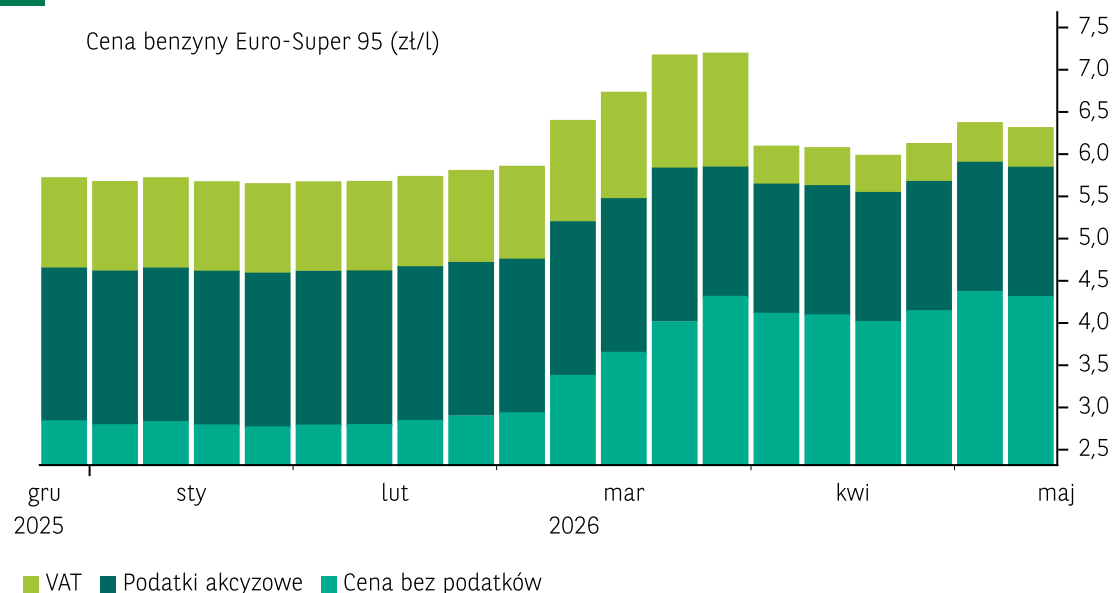
O ile dane te rysują raczej pozytywny obraz z perspektywy konsumenta drugą stroną nieprzenoszenia wyższych kosztów na finalnych odbiorców jest zwiększenie presji na wyniki finansowe firm. Pewną ulgą w tym zakresie powinien być spadek dynamiki kosztów pracy. Tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w ostatnim czasie wyraźnie zwolniło i w naszej ocenie pozostanie umiarkowane, co będzie oddziaływać chłodząco na inflację.



DECYZJE ADMINISTRACYJNE...

> ... wpłyną na inflację w tym roku

Cena benzyny Euro-Super 95 (zł/l)



Źródło: Komisja Europejska, URE, TGE, Macrobond, Bank BNP Paribas

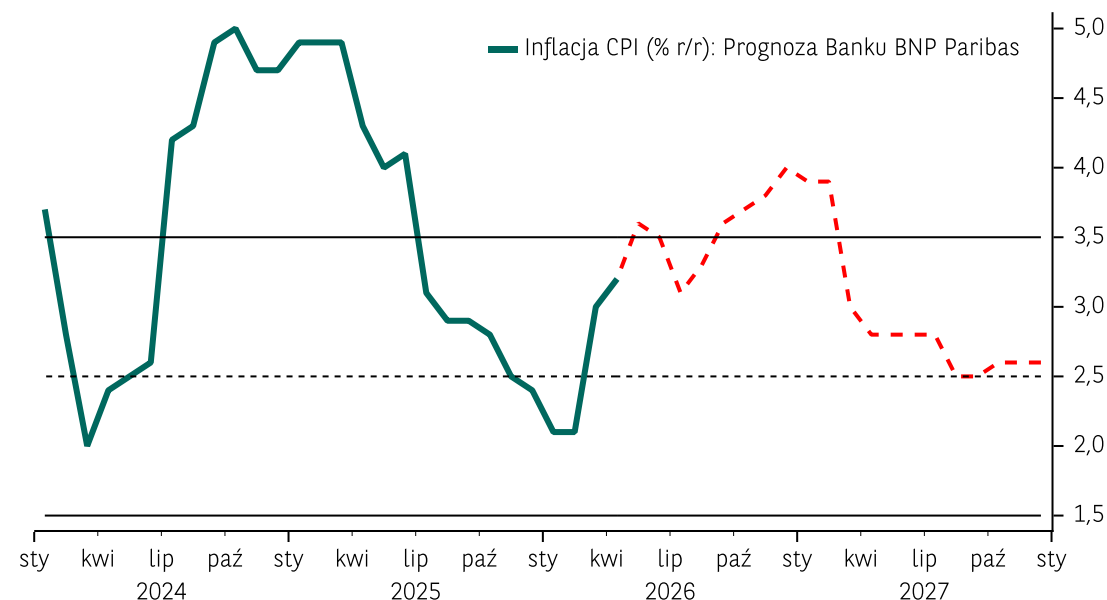
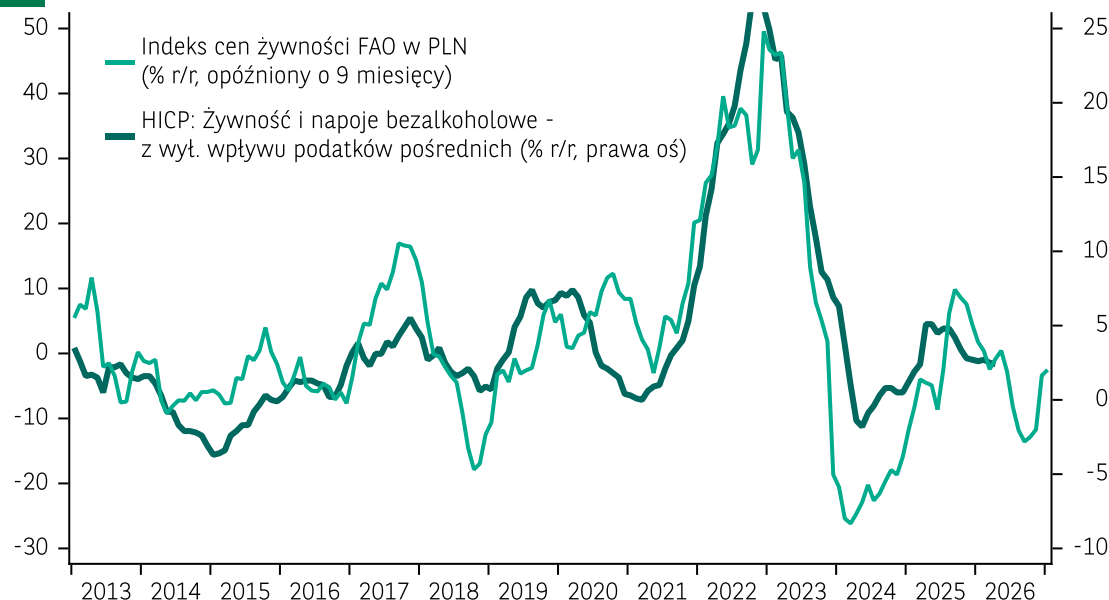
Czynnikiem niepewności dla ścieżki inflacji są decyzje administracyjne. Szacujemy, że wprowadzone zmiany w podatkach (redukcja akcyzy o ok. 30gr. i stawki VAT do 8% z 23%) obniżyły ceny paliw o około 1,20 zł na litrze (ok. -15%). Póki co zakładamy, że wyjściowe stawki akcyzy i VATu zostaną przywrócone latem, za czym przemawia stan finansów publicznych. Nie wykluczamy jednak, że jeśli sytuacja na Bliskim Wschodzie nie uspokoi się do wakacji ich obowiązywanie może zostać przedłużone na kolejne miesiące.

W najbliższych tygodniach decyzję w sprawie taryf na zakup cen gazu ziemnego przez gospodarstwa domowe podejmie Urząd Regulacji Energetyki (URE). W lutym opłata za paliwo została obniżona o 7zł do 197,29 zł/MWh i ma ona obowiązywać do 30 czerwca. Na rynku dnia następnego ceny gazu ziemnego na rynku hurtowym (Towarowa Giełda Energii) są obecnie wyższe niż uiszczana przez gospodarstwa domowe stawka. Z drugiej strony kontrakt terminowy na zakup gazu w 2027 r. wciąż handluje się poniżej ustalonego w lutym poziomu. Trudno więc wyrokować w jakiej wysokości będą i jak długo będą obowiązywać nowe taryfy zaakceptowane przez URE.



INFLACJA W GÓRĘ W TYM ROKU...

> ...jednak przy uspokojeniu sytuacji na Bliskim Wschodzie dynamika cen powinna w przyszłym roku powrócić w okolice 2,5%



Źródło: FAO, Eurostat, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas

Istotny wpływ na kształtowanie się inflacji w kolejnych miesiącach będą miały też ceny żywności. W ostatnim czasie ich dynamika była relatywnie niska, a na początku roku artykuły spożywcze drożały w tempie około 2-2,5% rocznie. Do tej pory globalne notowania surowców rolnych nie sugerowały zwiększonej presji na ceny żywności w nadchodzących miesiącach, jednak większy koszt zakupu ropy naftowej i gazu ziemnego może przekładać się na to, że artykuły spożywcze będą wyraźniej drożeć np. ze względu na wyższy koszt nawozów, ogrzewania czy transportu. Przyczynić do tego mogą się też czynniki lokalne, w tym występująca w Polsce susza.

Przy obecnych założeniach cen ropy naftowej spodziewamy się, że inflacja CPI przyspieszy do 4% pod koniec bieżącego roku, jednak w połowie 2027 roku dynamika cen konsumpcyjnych powinna ponownie spaść w okolice wynoszącego 2,5% celu inflacyjnego NBP.



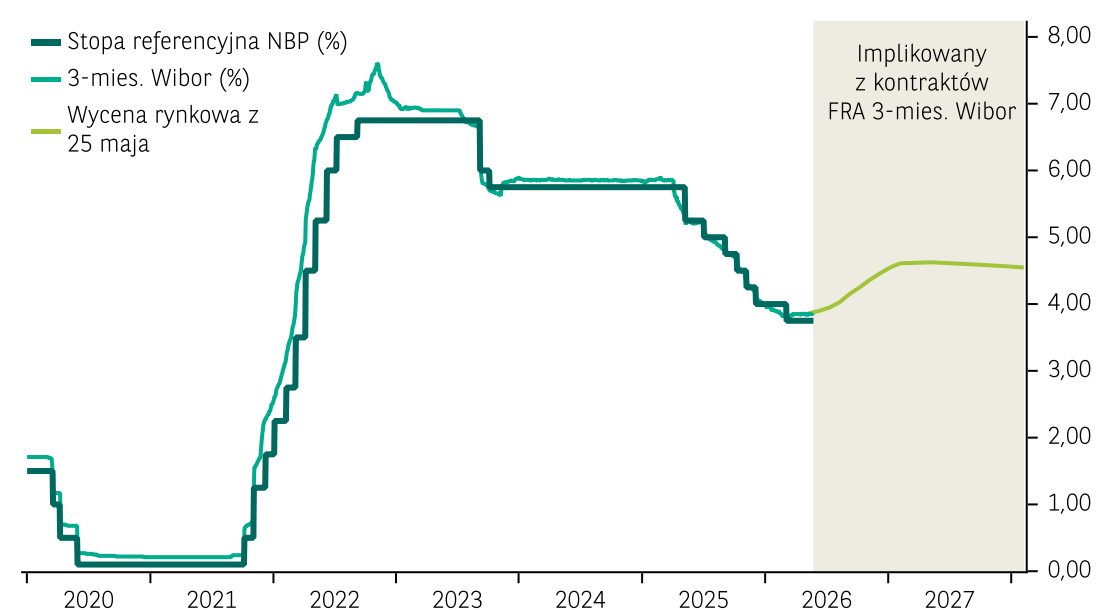
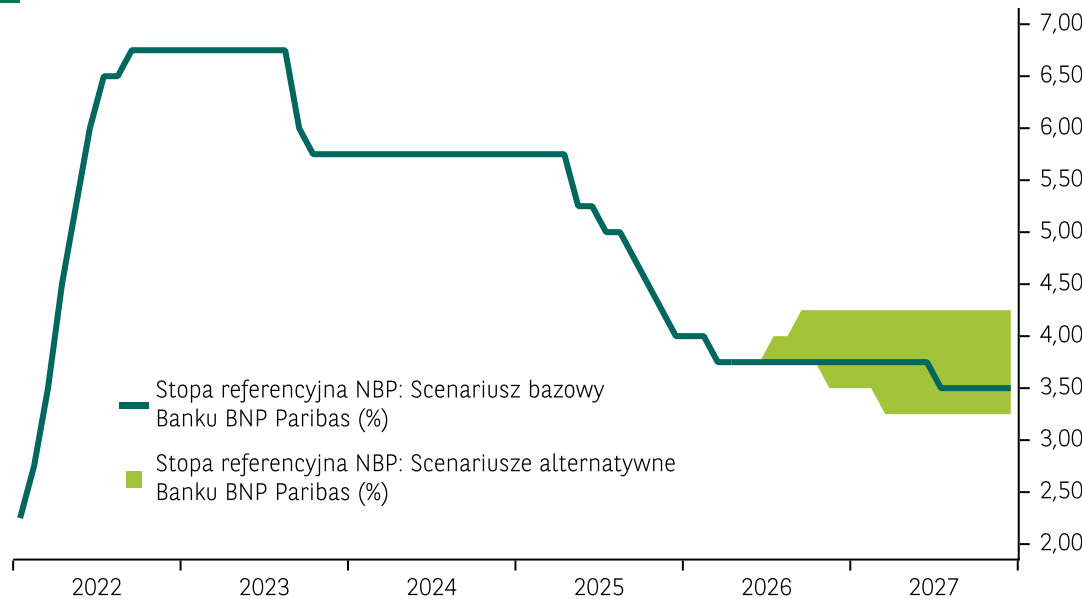
Stopy procentowe stabilne do końca roku?



BNP PARIBAS

STABILNE STOPY PROCENTOWE DO KOŃCA ROKU...

> ...choć przy eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie zwiększyło się ryzyko podwyżek



Źródło: NBP, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

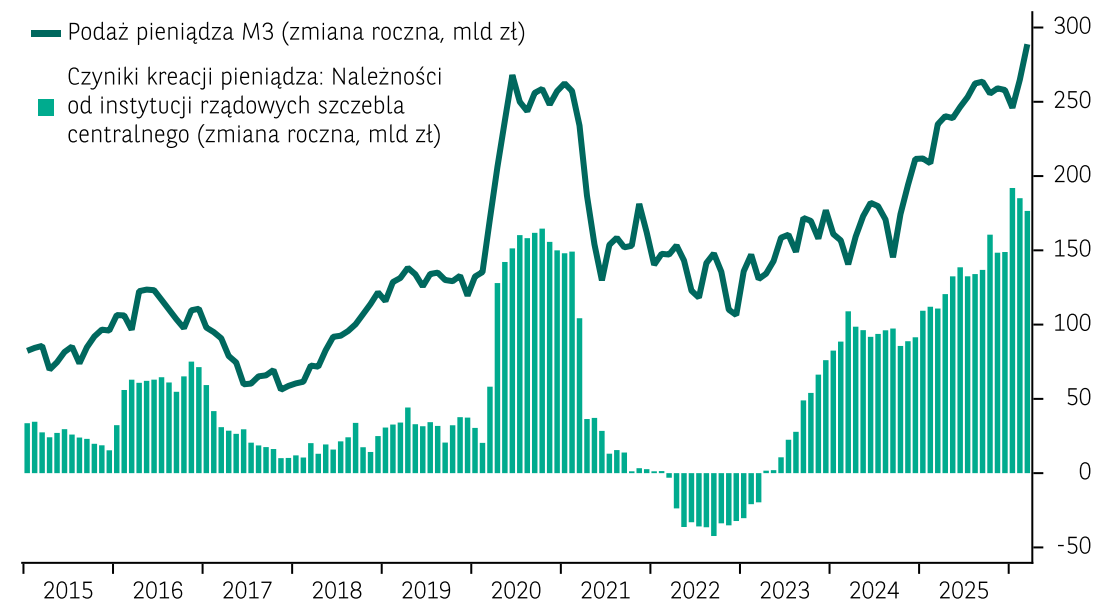
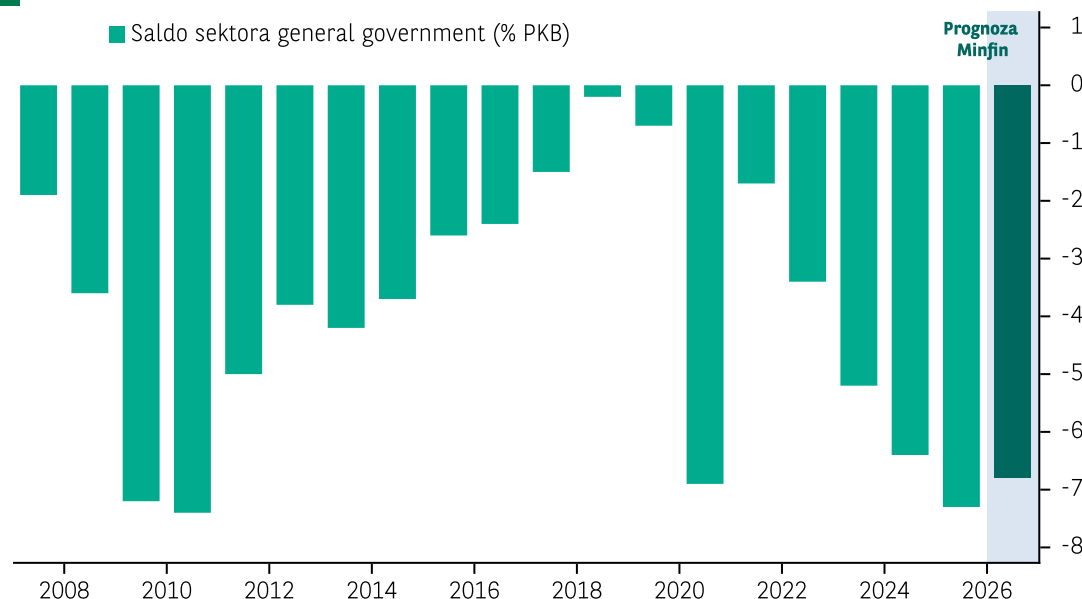
Prognozujemy, że stopy procentowe NBP pozostaną na niezmienionym poziomie do końca bieżącego roku. Nasz bazowy scenariusz oparty jest jednak na założeniu, że najpóźniej latem eksport surowców energetycznych z Bliskiego Wschodu zostanie przywrócony, a notowania paliw spadną. Jeśli jednak okaże się, że ostatecznie porozumienia między Stanami Zjednoczonymi a Iranem nie uda się osiągnąć, a cieśnina Ormuz pozostanie zamknięta, zacieśnienie polityki pieniężnej przez RPP stanie się realistyczną opcją. W takim przypadku spodziewalibyśmy się przynajmniej dwóch podwyżek stóp procentowych jesienią tego roku. W skrajnym wypadku nie można zupełnie wykluczyć pierwszego takiego ruchu już w lipcu.

Przy przewidywanej przez nas obecnie ścieżce inflacji wciąż widzimy możliwość obniżki stóp procentowych w połowie przyszłego roku co zakończyłoby rozpoczęty w zeszłym roku proces łagodzenia polityki pieniężnej, zakotwicząc stopę referencyjną NBP na poziomie 3,50%. Wycena rynkowa zakłada obecnie 2-3 podwyżki stóp procentowych w Polsce w ciągu najbliższych 12 miesięcy.



POLITYKA FISKALNA...

> ...dolnym ograniczeniem dla poziomu stóp procentowych



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, NBP, Macrobond, Bank BNP Paribas

Poza napiętą sytuacją geopolityczną i wyższymi obecnymi notowaniami surowców energetycznych przeciwko dalszemu luzowaniu polityki pieniężnej w Polsce przemawia słaba kondycja finansów publicznych. W 2025 roku deficyt sektora *general government* wyniósł w Polsce 284 mld zł, co odpowiada równowartości 7,3% ubiegłorocznego PKB. W relacji do wielkości gospodarki było to drugie najniższe saldo wśród krajów Unii Europejskiej – za Rumunią gdzie deficyt wyniósł aż 7,9% PKB. Ministerstwo Finansów zakłada, że dziura w publicznej kasie jedynie nieznacznie zmniejszy się w tym roku i wyniesie 6,8% PKB. Konsolidacja fiskalna w kolejnych latach może być utrudniona ze względu na zaplanowane na przyszły rok wybory parlamentarne.

Z punktu widzenia polityki pieniężnej znaczący deficyt, który finansowany jest w dużym stopniu emisją długu skarbowego na rynek krajowy, skutkuje szybkim przyrostem podaży pieniądza. W tym świetle z racji obaw o pojawienie się presji inflacyjnej uważamy, że członkowie Rady Polityki Pieniężnej będą kierować się wzmożoną ostrożnością i w dłuższej perspektywie będą chcieli utrzymywać wyraźnie dodatnie stopy procentowe w ujęciu realnym (ok +1pp).



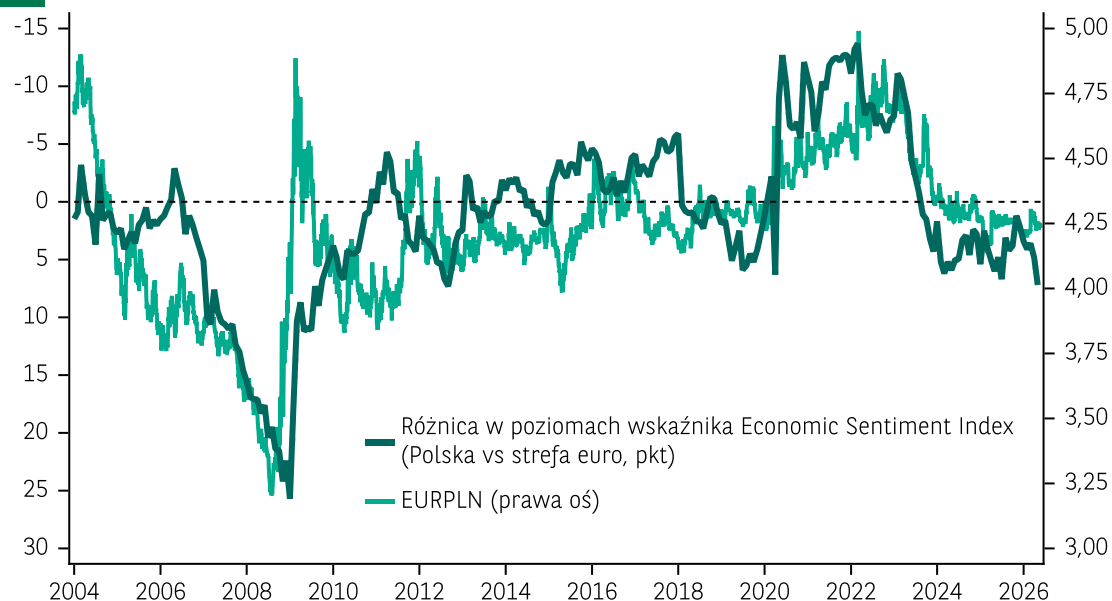
Kurs PLN – solidne fundamenty, geopolityczne napięcia



BNP PARIBAS

PLN: DOBRA KONDYCJA GOSPODARKI...

> ... wspiera złotego



Źródło: Komisja Europejska, GPW, Macrobond, Bank BNP Paribas

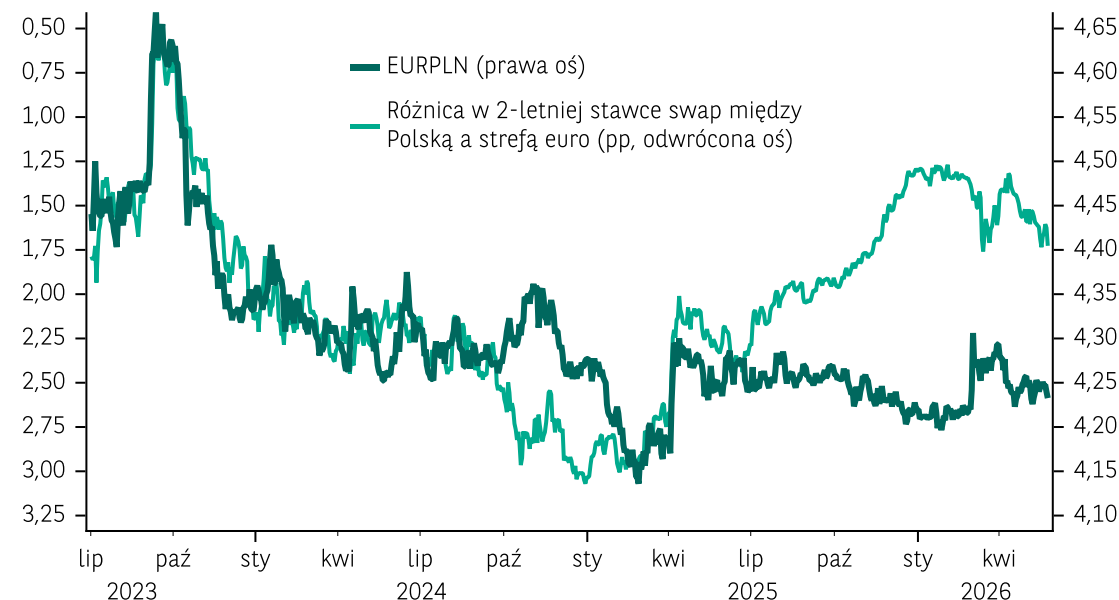
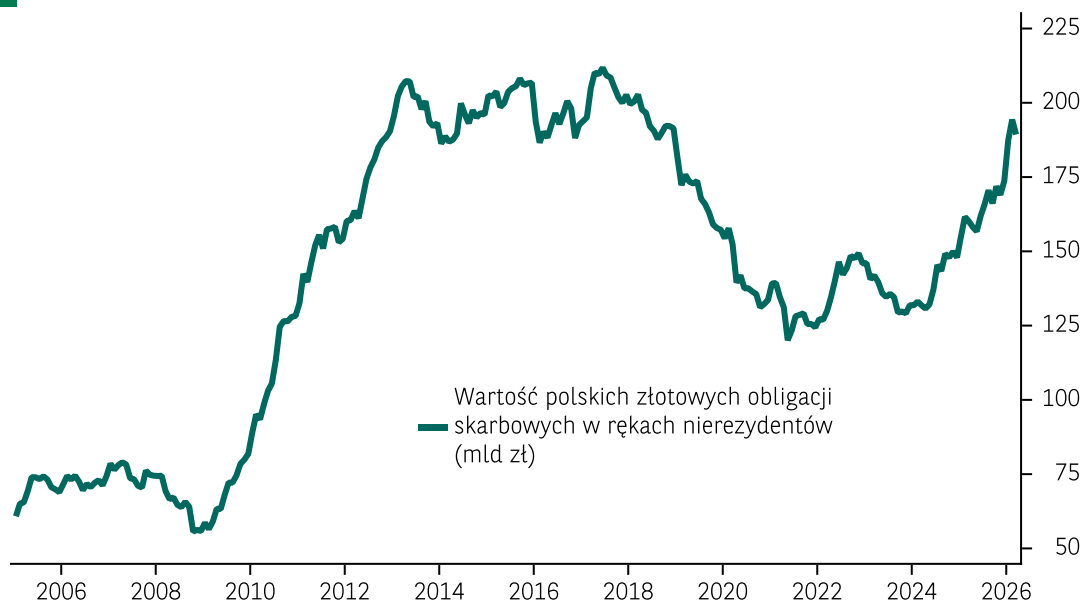
Kurs złotego zareagował dość łagodnie na wydarzenia na Bliskim Wschodzie i po krótkotrwałym wzroście w pobliżu 4,30 notowania pary EURPLN szybko spadły w okolice poziomu 4,25. Wsparciem dla krajowej waluty pozostaje dobra kondycja gospodarki, w tym wyraźnie szybsza dynamika wzrostu niż w Europie Zachodniej.

Wysokiej aktywności gospodarczej w ostatnich miesiącach towarzyszyły wzrosty indeksów giełdowych, co mogło przyciągać kapitał zagraniczny, sprzyjając notowaniom złotego.



PLN: GEOPOLITYKA I EWENTUALNY NASILONY ODPIY W KAPITAŁU...

> ... głównym ryzykiem dla krajowej waluty



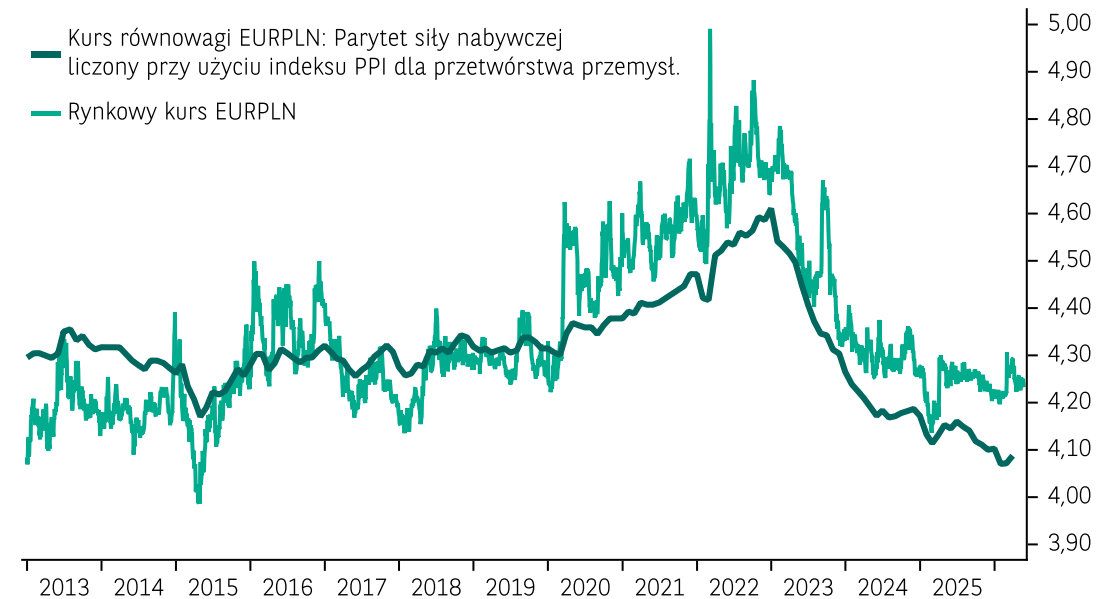
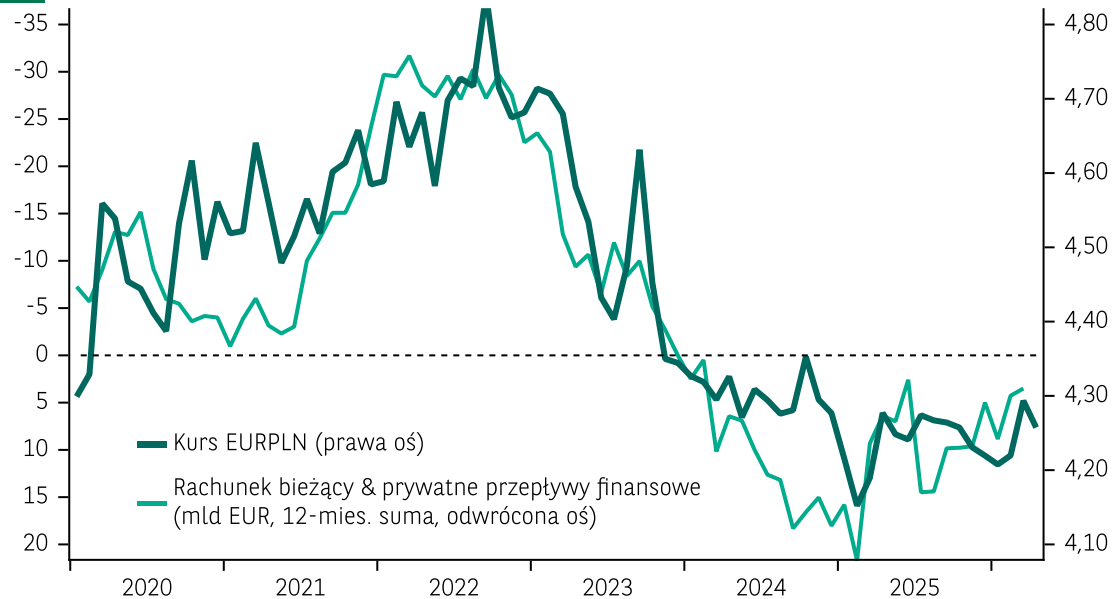
Źródło: Ministerstwo Finansów, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

Ryzykiem dla waluty pozostaje geopolityka i ewentualny odpływ kapitału z rynków wschodzących, który dotknąłby Polski. Od 2025 roku bardzo wyraźnie zwiększyła się wartość obligacji skarbowych w rękach nierezydentów. Ich odwrócenie od krajowego rynku długu mogłoby skutkować nasileniem presji na notowania złotego, zwłaszcza że różnica w poziomie stóp procentowych między Polską a strefą euro wskazuje obecnie na przestrzeń do wyraźnego wzrostu kursu EURPLN. Z drugiej strony ogromny napływ funduszy europejskich stanowi pewien bufor bezpieczeństwa dla waluty na wypadek zaognienia sytuacji geopolitycznej (możliwość wymiany otrzymanych z Brukseli euro na rynku FX).



PLN: STABILNY KURS EURPLN...

> ...spójny z fundamentami



Źródło: NBP, Eurostat, Macrobond, Bank BNP Paribas

Nasza prognoza zakłada względną stabilizację kursu EURPLN w granicach poziomów 4,20-4,25 w dalszej części roku.

Przy założeniu, że napięcia geopolityczne nie będą się nasilać uważamy, że poziomy te są z grubsza spójne z sytuacją na bilansie płatniczym i kursem równowagi wyznaczonym w oparciu o różnice w poziomie cen w sektorze przetwórstwa przemysłowego w Polsce i strefie euro.



Nota informacyjna

Osoby zaangażowane w sporządzenie raportu:

Michał Dybła, Marcin Kujawski, Tomasz Tyc

(Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych w Banku BNP Paribas)

WAŻNA INFORMACJA: Niniejsza publikacja została przygotowana przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. i stanowi publikację handlową w rozumieniu przepisów MiFID II (Dyrektywa 2014/65/EU). Nie stanowi badania inwestycyjnego w rozumieniu MiFID II i w związku z tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. Przedstawione opinie i komentarze pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone.

Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.

BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 949 302 zł w całości wpłacony..

Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20 , 00-549 Warszawa.

