

Sześć prognoz na 2026

22 stycznia 2026 r.



Podsumowanie prognoz na 2025 rok

Podsumowując ubiegłoroczny raport „Pięć prognoz na 2025 rok”, można stwierdzić, że nasze przewidywania zmaterializowały się, ale oczywiście tylko częściowo. Poniżej znajduje się zestawienie realizacji kluczowych prognoz z komentarzem, bo nie wszystko udało się przewidzieć, a prezydent USA wprowadza dużo niepewności. W tym zapoczątkował wojnę handlową, której nie było w naszych prognozach na 2025 rok w takiej skali jak się potoczyła.

1. Luzowanie polityki pieniężnej przez RPP. Zgodnie z przewidywaniami, rok 2025 przyniósł długo oczekiwany zwrot w polityce monetarnej NBP. Choć pierwsze sygnały o przestrzeni do obniżek pojawiały się już w marcu, to faktyczny cykl cięć stóp procentowych rozpoczął się w maju 2025 r., a nie dopiero w III kw. 2025. Pod koniec roku stopa referencyjna została sprowadzona do poziomu 4,00%, co istotnie wpłynęło na ożywienie akcji kredytowej i poprawę nastrojów wśród konsumentów oraz przedsiębiorców. To więcej niż się spodziewaliśmy, bo nasze prognozy mówiły o 50 pb. spadku stóp z 5,75% pod koniec 2024 r. Amerykański bank centralny był także mniej skory to obniżek niż zakładaliśmy. Stopy w USA ruszyły ale dopiero pod koniec 2025 r.

2. Kontrast wzrostu: Polska vs. Niemcy. Niemcy przez cały 2025 rok pozostawały jedną z najwolniej rozwijających się gospodarek Unii Europejskiej, z dynamiką PKB poniżej 1%, co wynikało z problemów strukturalnych przemysłu i wysokich kosztów energii. W tym samym czasie Polska, zgodnie z prognozą, stała się liderem wzrostu w regionie - dzięki ożywieniu konsumpcji i inwestycji wzrost PKB w 2025 r. wyniósł ok. 3,6%, potwierdzając odporność polskiej gospodarki na zewnętrzne zawirowania. Wzrost PKB był najpewniej o 0,1 pkt. proc. wyższy niż się spodziewaliśmy pod koniec 2024 r.

Podsumowanie prognoz na 2025 rok

3. Odbicie inwestycji wspierane przez KPO. Prognoza dotycząca powrotu inwestycji jako silnika wzrostu okazała się słuszna. Dzięki szerokiemu strumieniowi środków z Krajowego Planu Odbudowy (do końca 2025 r. Polska otrzymała i zagospodarowała blisko 100 mld zł), udało się przełamać trwającą od 2024 roku posuchę inwestycyjną. Kluczowe projekty w obszarze energetyki, transportu i cyfryzacji zaczęły przynosić wymierne efekty, przekładając się na wzrost nakładów brutto na środki trwałe, choć ten wzrost był niższy niż się spodziewaliśmy. Za nakładami publicznymi nie poszły jeszcze nakłady przedsiębiorstw.

4. Odbudowa marżowości firm. Po trudnym 2024 roku, w którym rentowność wielu przedsiębiorstw niefinansowych spadła do krytycznych poziomów, rok 2025 przyniósł zapowiadaną poprawę. Firmy wykorzystały stabilizację kosztów surowców oraz napływ funduszy europejskich do modernizacji procesów. Pozwoliło to na odbudowę marż do poziomów bezpiecznych, mimo utrzymującej się presji na wzrost płac, co wzmocniło stabilność finansową sektora prywatnego i od połowy 2025 r. mamy do czynienia z poprawiającymi się marżami w większości sektorów.

5. Geopolityczny zwrot na Wschodzie. Najbardziej śmiała prognoza dotycząca roli USA w dążeniu do zamrożenia konfliktu na Ukrainie znalazła potwierdzenie w faktach. Zmiana administracji w Waszyngtonie i nowa strategia dyplomatyczna Donalda Trumpa doprowadziły w drugiej połowie 2025 roku do intensywnych rozmów pokojowych. Przedstawienie wielopunktowego planu stabilizacji regionu pod koniec roku, choć wciąż obarczone ryzykiem, znacząco obniżyło rynkową premię za ryzyko geopolityczne, na co rynki finansowe w Europie Środkowej zareagowały optymistycznie. Nadal jednak nie ma zawieszenia broni, ani podpisanego porozumienia. Możliwe, że zmianę przyniesie rok 2026 r.

Executive summary prognoz na 2026 rok - Szczyt Modernizacyjny

Rok 2026 jawi się w prognozach jako unikalny moment w historii gospodarczej Polski - faza „szczytu modernizacyjnego”, w której zbiegają się optymalne warunki monetarne, rekordowa stymulacja fiskalna z funduszy UE oraz stabilna sytuacja dochodowa gospodarstw domowych. Polska gospodarka znajduje się w stanie tzw. Goldilocks economy, charakteryzującej się solidnym tempem wzrostu przy jednoczesnym braku presji inflacyjnej, co pozwala na bezpieczne luzowanie polityki pieniężnej. Jest to jednak rok „ostatniej prostej” - moment, w którym należy przekuć nominalny napływ kapitału w trwały wzrost produktywności, zanim niekorzystne trendy demograficzne i wygasanie funduszy unijnych zaczną trwale ograniczać potencjał rozwojowy kraju po 2027 roku. Poniższe prognozy kreślą obraz gospodarki stojącej przed szansą na skok technologiczny, ale jednocześnie wystawionej na bezprecedensowe ryzyka geopolityczne.

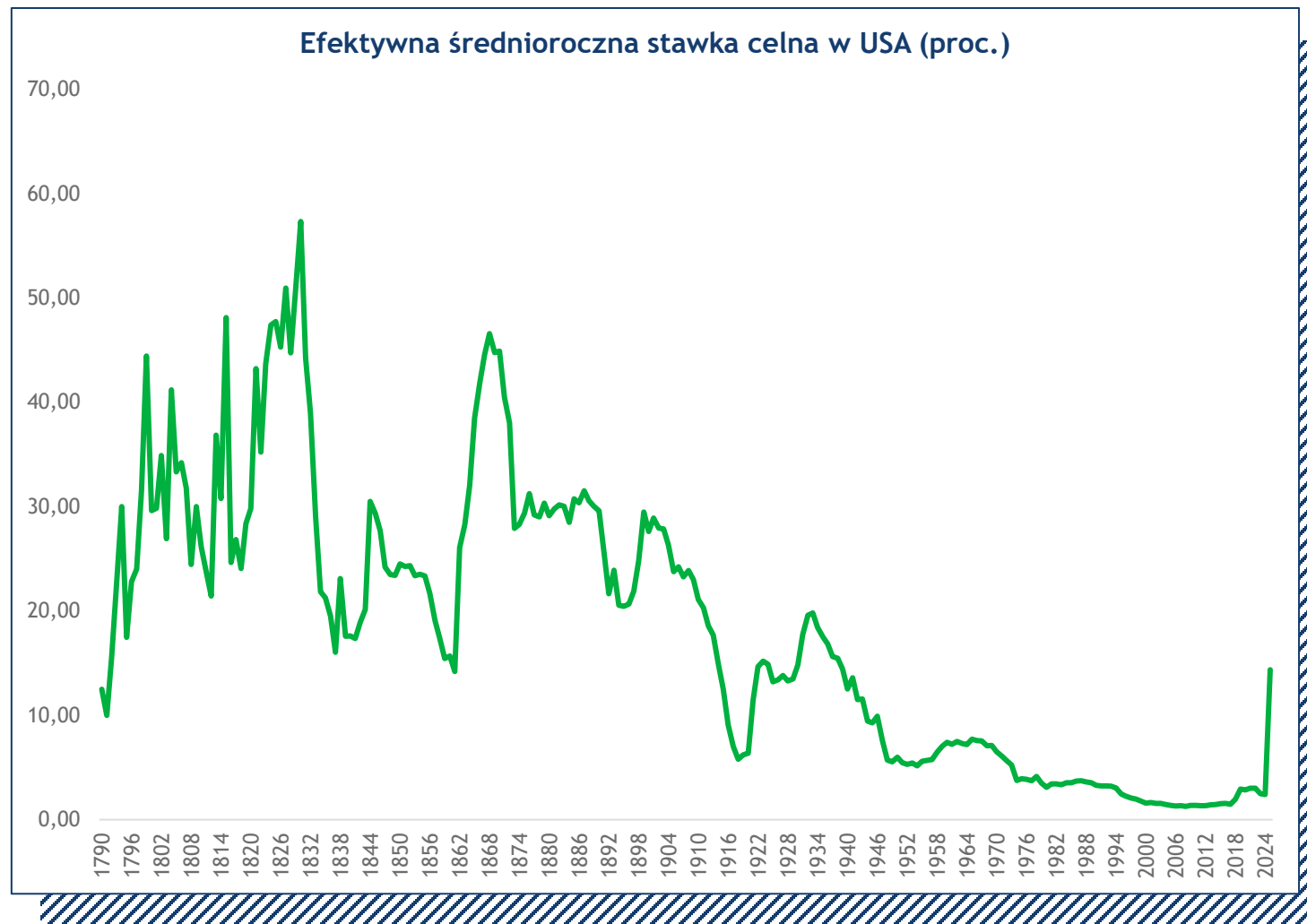
1. **Więcej wojen handlowych: Nowa era protekcjonizmu i słabość eksportu.** Globalny handel wchodzi w fazę trwałej fragmentacji, w której geopolityka dominuje nad efektywnością ekonomiczną. Dla Polski oznacza to konieczność redefinicji modelu wzrostu opartego na eksporcie do Niemiec, które pozostają w strukturalnej stagnacji. Protekcjonizm i „wojny celne” uderzają w łańcuchy dostaw, co przy jednoczesnym ryzyku eskalacji na Dalekim Wschodzie, zmusza polskie firmy do kosztownego *friend-shoringu*. Czarnym łabędziem pozostaje scenariusz „złego pokoju” na Ukrainie, który może utrwalić premię za ryzyko geopolityczne w regionie, ograniczając napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI).
2. **Będzie pękać bańka AI? Weryfikacja produktywności i „technologiczne sprawdzam”.** Po okresie fascynacji (hype), rok 2026 przyniesie twarde rozliczenie inwestycji w sztuczną inteligencję. Przy globalnym Capexie na AI sięgającym 527 mld USD, rynki zaczną karać spółki, które nie przełożyły tych nakładów na realną poprawę marż. Dla Polski to moment krytyczny: przy rekordowo niskim bezrobociu (2,9%) i rosnących kosztach pracy (płace +5,5% r/r), brak wdrożenia AI i robotyzacji w sektorze MŚP grozi utratą konkurencyjności. Firmy, które nie zautomatyzują procesów, zaczną przegrywać walkę o marże z rynkami takimi jak Indie, które szybciej adaptują cyfrowe innowacje.

Executive summary prognoz na 2026 rok - Szczyt Modernizacyjny

3. **Stopy na trzy procent? Agresywna normalizacja polityki pieniężnej.** Scenariusz bazowy zakłada, że RPP wykorzysta okno niskiej inflacji (prognozowane średnioroczne CPI na poziomie 2,3%) do radykalnego obniżenia kosztu pieniądza. Stopa referencyjna powinna spaść z 4,00% na początku roku do poziomu 3,25% lub nawet 3,00% w grudniu 2026 r. Takie poluzowanie warunków finansowych zbiegnie się ze szczytem inwestycyjnym, co dodatkowo napędzi akcję kredytową. Realne stopy procentowe na poziomie ok. 1% pozwolą utrzymać względną siłę złotego (kurs EUR/PLN ok. 4,20), jednocześnie zdejmując ciężar obsługi zadłużenia z sektora przedsiębiorstw.
4. **Złotowłosa Polska: Tempo wzrostu PKB u szczytu cyklu (3,7% r/r).** Polska gospodarka w 2026 roku osiągnie dynamikę PKB na poziomie 3,7%, stając się liderem wzrostu w regionie. To stan idealnej równowagi, gdzie silny rynek pracy napędza konsumpcję prywatną (wzrost o 3,1-3,2%), a rekordowe inwestycje publiczne budują fundament pod przyszły rozwój. Należy jednak pamiętać, że jest to „szczyt bajki” - prognozy na kolejne lata są znacznie chłodniejsze (spadek w okolice 3% PKB), co wynika z wyczerpywania się prostych rezerw wzrostu i narastających problemów demograficznych (kurcząca się podaż pracy).
5. **Czas inwestycji z KPO: „Invest Peak” i wąskie gardła wykonawcze.** Rok 2026 to moment kumulacji wydatków z Krajowego Planu Odbudowy przed ostatecznym terminem rozliczeń w sierpniu. Dynamika nakładów brutto na środki trwałe wystrzeli do poziomu 9,5% r/r, napędzana przez 180 mld zł z funduszy UE. Główne środki popłyną do energetyki (Offshore, sieci przesyłowe) i budownictwa (termomodernizacja). Skala zamówień publicznych w tak krótkim oknie czasowym wygeneruje jednak „wąskie gardła” - drastyczny brak mocy przerobowych w firmach wykonawczych oraz presję na wzrost cen materiałów budowlanych, co może obniżyć finalną efektywność tych inwestycji.
6. **Chiny zajmą Tajwan? Geopolityczne ryzyko paraliżu technologicznego.** Choć inwazja pozostaje scenariuszem o niskim prawdopodobieństwie, jej potencjalny wpływ jest dewastujący. Tajwan kontroluje 90% produkcji najbardziej zaawansowanych półprzewodników, co oznacza, że jakakolwiek blokada wyspy paraliżuje polski przemysł automotive, elektroniczny i zbrojeniowy. Globalny spadek PKB w takim scenariuszu szacuje się na ponad 10%, co dla Polski oznaczałoby natychmiastową recesję i powrót wysokiej inflacji. Ryzyko to wymusza na największych graczach w kraju dywersyfikację dostawców i budowanie strategicznych zapasów komponentów krytycznych.

1. Więcej wojen handlowych

Rok 2026 nie przyniesie wygaszenia napięć handlowych, lecz ich instytucjonalne utrwalenie. Rynki finansowe ponownie zakładają, że efekty taryf „zejdą na dalszy plan”, jednak doświadczenia z lat 2024-2025 pokazują, że polityka handlowa USA pozostaje narzędziem aktywnej presji geopolitycznej i fiskalnej. Nawet ewentualne decyzje sądowe ograniczające obecne podstawy prawne cel nie oznaczają ich realnego cofnięcia - administracja dysponuje alternatywnymi ścieżkami (section 232, 301, trade act 1974), które pozwalają szybko odbudować reżim taryfowy. Dla gospodarki globalnej oznacza to nie tyle jednorazowy szok cenowy, ile przedłużający się stan podwyższonej niepewności, który obniża skłonność firm do inwestycji i komplikuje zarządzanie łańcuchami dostaw.



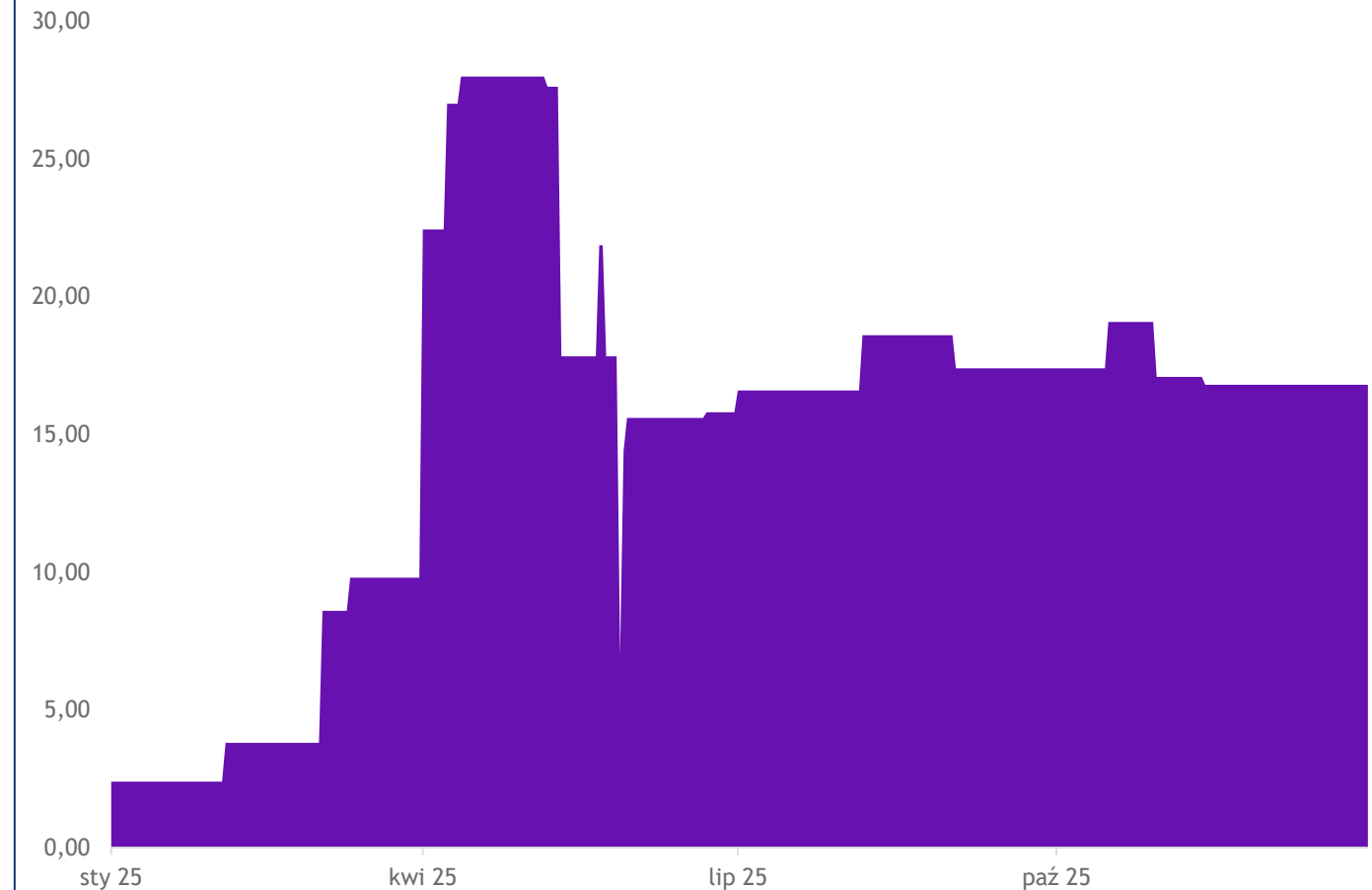
Źródło: VeloBank na podstawie Yale Budget Lab.

1. Więcej wojen handlowych

CŁA JAKO ŹRÓDŁO INFLACJI I FRAGMENTACJI HANDLU

W 2026 r. Cła w USA będą działać mniej przez bezpośredni wzrost cen, a bardziej przez zmianę struktury handlu. Firmy przerzucają koszty nie tylko na konsumentów, ale także na inwestycje, marże i lokalizację produkcji. Efekt inflacyjny jest rozciągnięty w czasie i trudniejszy do uchwycenia w danych CPI, co sprzyja błędnemu przekonaniu, że problem wygaś. Jednocześnie nasilają się procesy fragmentacji handlu: spadek udziału USA-UE-Chiny w globalnej wymianie jest kompensowany przez droższe, mniej efektywne kierunki zastępcze. W ujęciu makro oznacza to trwałe podwyższenie kosztów krańcowych w przemyśle i niższy potencjalny wzrost gospodarczy, zwłaszcza w gospodarkach silnie zintegrowanych z handlem międzynarodowym.

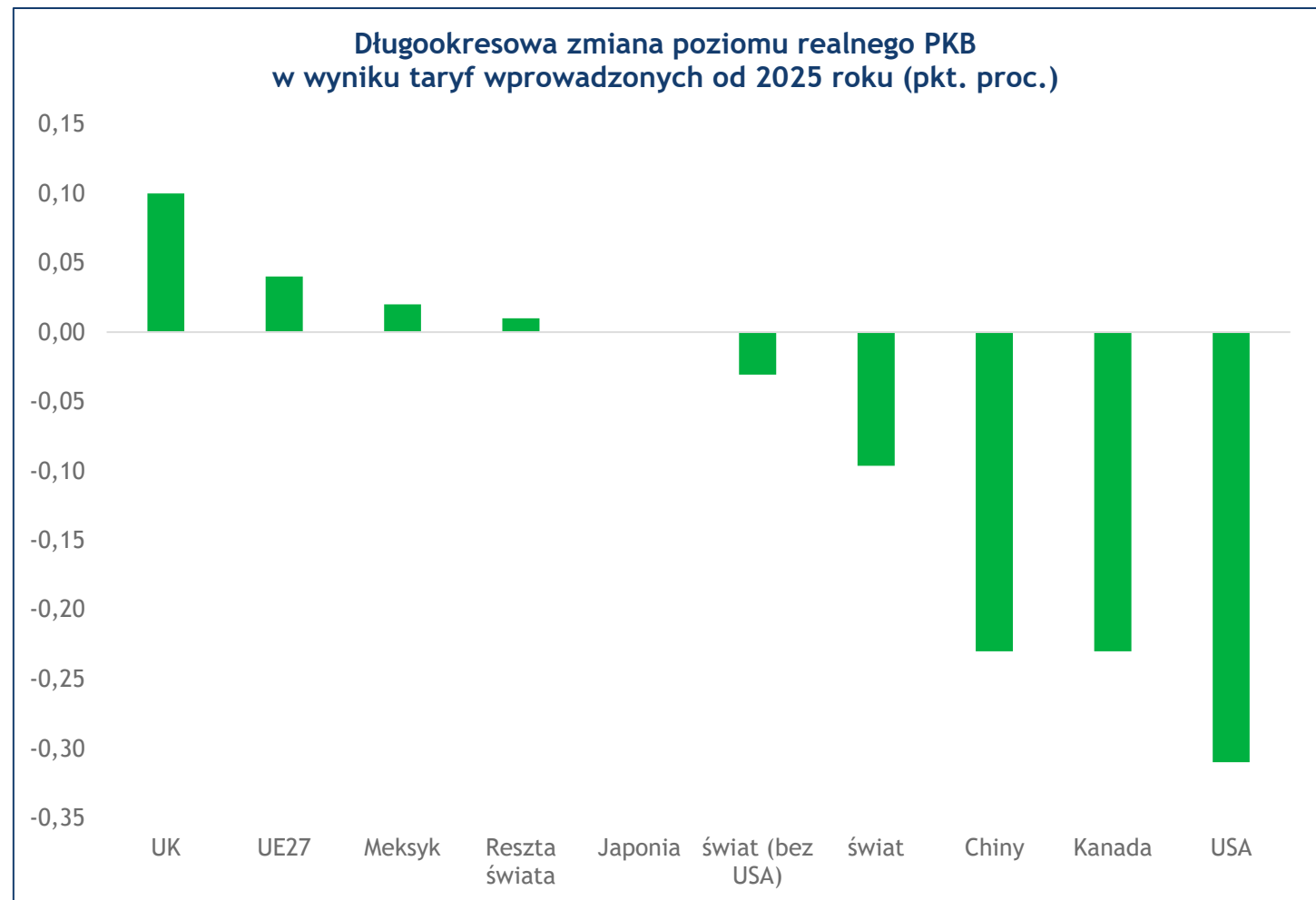
Efektywna stawka celna w USA w ciągu 2025 roku (proc.)



1. Więcej wojen handlowych

IMPLIKACJE DLA EUROPY I POLSKI BYŁY OGRANICZONE

Dotychczasowe skutki wojny handlowej dla Europy pozostają ograniczone w ujęciu makroekonomicznym. Według szacunków Yale Budget Lab, uwzględniających wszystkie taryfy wprowadzone do listopada 2025 r., Długookresowy poziom realnego PKB UE27 jest wyższy o 0,04 pkt proc., Podczas gdy globalnie bilans pozostaje ujemny (świat: -0,10 pkt proc., USA: -0,31 pkt proc., Chiny: -0,23 pkt proc.). Wskazuje to, że Europa - w tym pośrednio polska - korzystała dotąd z relokacji handlu i przesunięć łańcuchów dostaw, co amortyzowało negatywny wpływ ceł. Dla polski oznacza to, że wpływ taryf materializuje się głównie przez kanał pośredni - wolniejszy wzrost zamówień eksportowych w strefie euro i wyższą zmienność - a nie jako bezpośredni szok wzrostowy; w 2026 r. Głównym ryzykiem pozostaje eskalacja i nieprzewidywalność polityki handlowej, a nie dotychczasowy poziom ceł.



2. Pękanie bańki AI?

STOPY ZWROTU SPÓŁEK „WSPANIAŁEJ SIÓDEMKI” NA TLE INDEKSU S&P 500 (2025)

Rynek AI wykazuje oznaki ochłodzenia z umiarkowanymi zyskami na akcjach i rosnącymi obawami o wyceny oraz konkurencję, ale solidne inwestycje Capex i wzrost przychodów wskazują, że inwestorzy wierzą, że jeszcze można zarobić. Akcje Magnificent Seven dały nierówne zwroty w 2025 r., z tylko Nvidią (+40,6%) i Alfabetem (+65,2%) przewyższającymi S&P 500, podczas gdy amazon (+6,0%) i Apple (+8,2%) wypadły słabiej. To spowolnienie w porównaniu z poprzednimi latami wskazuje na zanikający hype, choć dostawcy AI jak Micron wzrósł na giełdzie o 239% dzięki popytowi na pamięć.

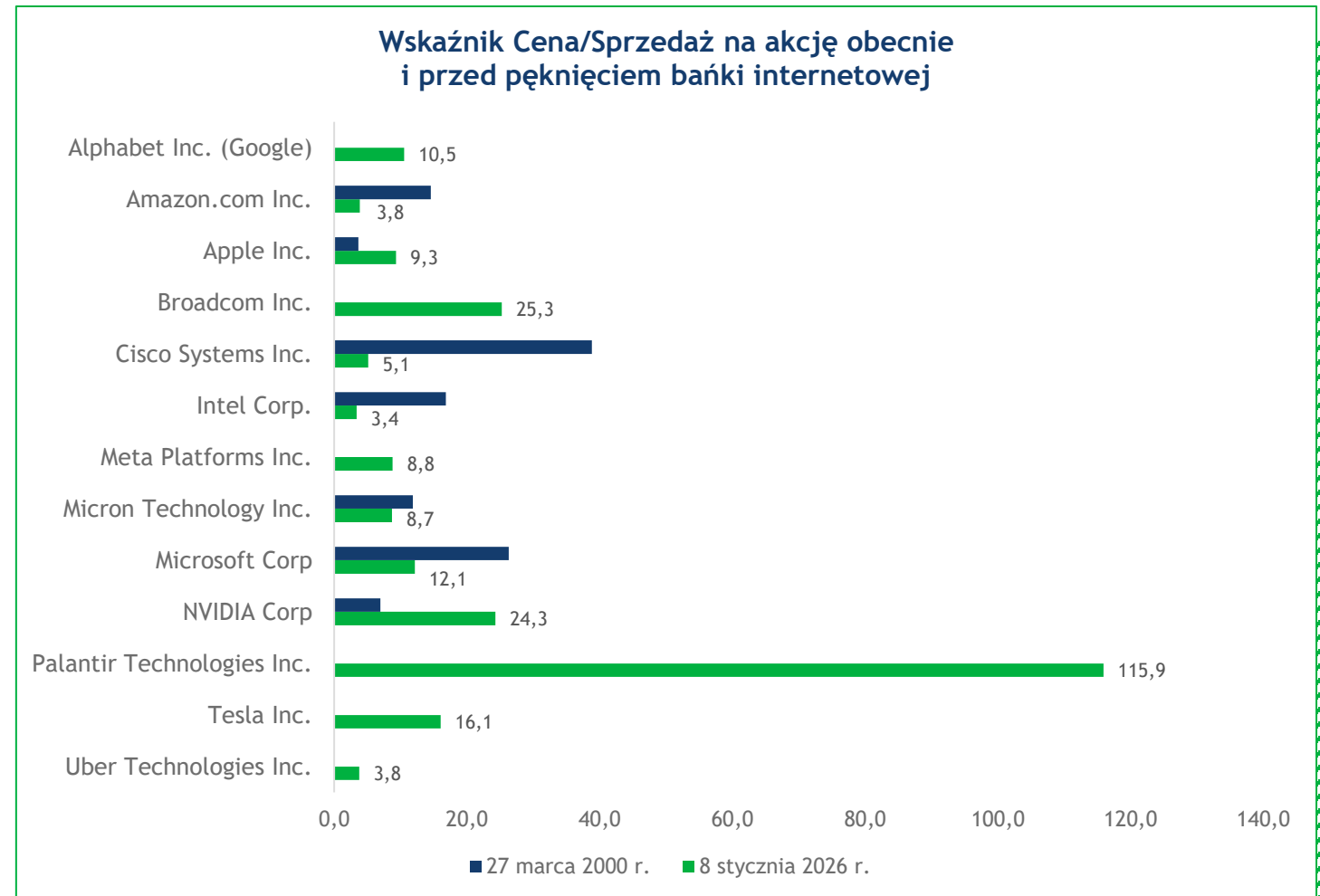
Spółka	Stopa zwrotu w 2025 r.	Względem S&P 500
Alphabet (GOOGL)	65%	lepszy wynik
Nvidia (NVDA)	41%	lepszy wynik
Tesla (TSLA)	16%	gorszy wynik
Microsoft (MSFT)	16%	gorszy wynik
Meta (META)	13%	gorszy wynik
Apple (AAPL)	8%	gorszy wynik
Amazon (AMZN)	6%	gorszy wynik

Źródło: VeloBank na podstawie LSEG.

2. Pękanie bańki AI?

CENA DO SPRZEDAŻY NA RAZIE NIE JEST JESZCZE TAK WYSOKA JAK W ROKU 2000

Wycena spółki NVIDIA mierzona wskaźnikiem P/S (cena/sprzedaż) przekroczyła pod koniec 2025 roku poziom 30, a obecnie oscyluje w granicach 25. Tak wysokie mnożniki budzą silne skojarzenia z szczytem bańki Dot-Com, po którym ówcześni liderzy, jak Cisco, doświadczyli drastycznych przecen rzędu 75-90%. Niepokój budzą również inne spółki technologiczne: Broadcom z wskaźnikiem bliskim 25 oraz Palantir, którego wycena sięgnęła astronomicznego poziomu 116. Historycznie rzecz biorąc, tak ekstremalne przewartościowanie modnych spółek na drogim rynku okazywało się niemożliwe do utrzymania – dla porównania, w 2000 roku P/S Cisco zbliżał się do 40, a Microsoftu wynosił około 26.

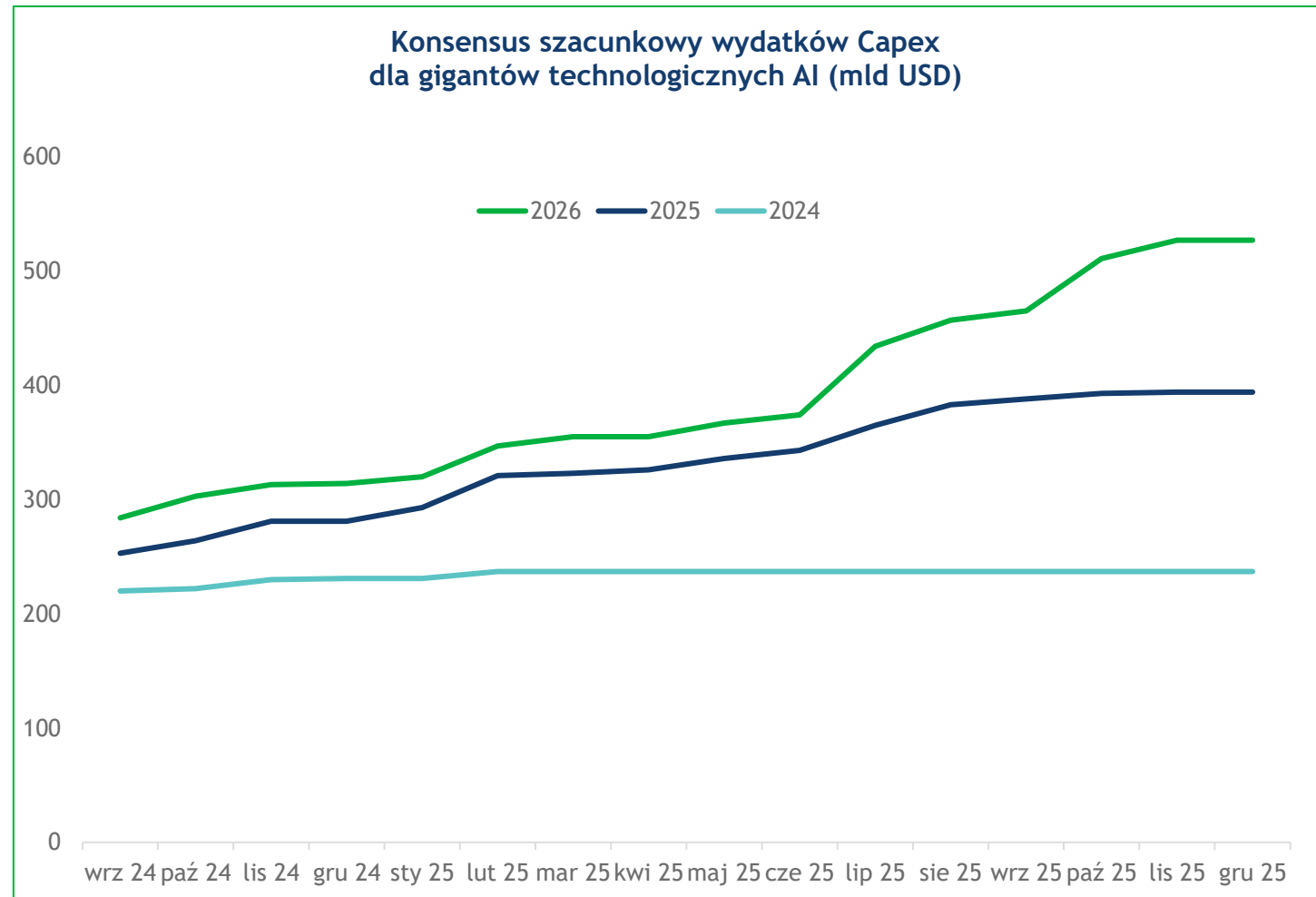


2. Pękanie bańki AI?

CAPEX: OD INFRASTRUKTURALNEGO BOOMU DO RYNKOWEJ DOJRZAŁOŚCI

Kapitałowa ofensywa: wzrost prognoz capex z 405 mld USD (2025) do planowanych 527 mld USD w 2026 roku sygnalizuje, że cykl inwestycyjny wciąż znajduje się w fazie wzrostowej. Presja ze strony rozwiązań typu custom silicon wymusza na liderach sprzętowych (nvidia) ciągłą innowacyjność w celu obrony wyjątkowej rentowności. Prognozowana na 2026 r. Korekta uderzy najmocniej w podmioty nadużywające narracji AI bez pokrycia w zyskach. Inwestorzy odchodzą od szerokiego rynku na rzecz spółek platformowych oferujących realną poprawę produktywności. Choć wydatki są ogromne, capex AI (0,8% PKB) wciąż pozostaje poniżej szczytów z czasów bańki telekomunikacyjnej lat 90. (1,5% PKB), co sugeruje, że sufit inwestycyjny nie został jeszcze osiągnięty.

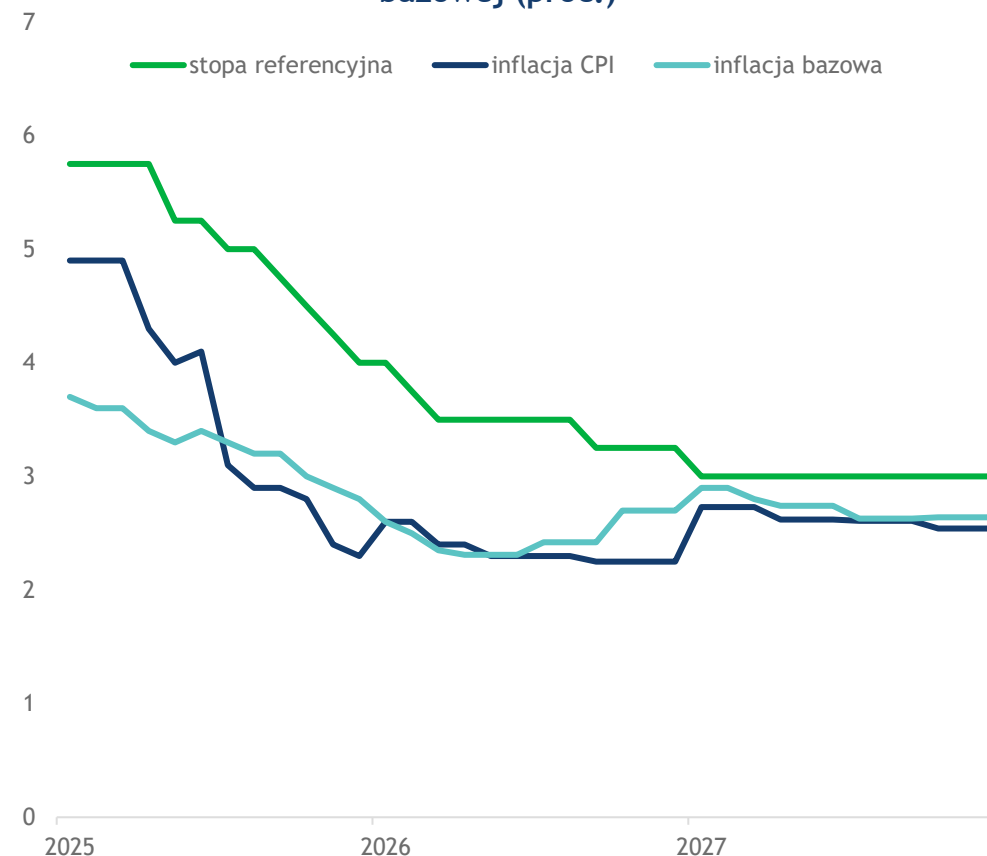
Konsensus szacunkowy wydatków Capex dla gigantów technologicznych AI (mld USD)



3. Stopy procentowe na 3 proc.? ZAGOŚCILIŚMY W CELU INFLACYJNYM NBP

- **Sukcesywna normalizacja kosztu pieniądza.** Nasza prognoza zakłada ścieżkę obniżek stopy referencyjnej z obecnych 4,00% (styczeń 2026) do docelowego poziomu 3,25% w 2026 r. Jest to scenariusz bardziej optymistyczny niż konsensus rynkowy (3,50%), co wynika z tego, że ryzyka dla inflacji są dzisiaj raczej w dół niż górę.
- **Stabilizacja CPI w celu przy „lepkości” inflacji bazowej.** Przewidujemy trwałe zakotwiczenie inflacji CPI w przedziale 2,3% - 2,7% (cel NBP). Wyzwaniem pozostaje inflacja bazowa, która ze względu na presję płacową będzie wygasać wolniej, stabilizując się w okolicy 2,6% - 2,9%, co wyznacza dolną granicę dla bezpiecznych obniżek stóp.
- **Strategia dodatniej realnej stopy procentowej.** Kluczowym założeniem polityki pieniężnej może być utrzymanie realnej stopy procentowej na poziomie ok. 1 pkt proc. (lub nieco niższym). Takie podejście ma zapewnić atrakcyjność złotego i ochronę oszczędności, unikając jednocześnie nadmiernego dławienia aktywności gospodarczej. Do tej pory dominowało przekonanie, że tym poziomem docelowym będzie poziom około 3,5%. Dzisiaj także kontrakty terminowe widzą stopy procentowe na koniec roku na niższym poziomie zwłaszcza z powodu zmian personalnych w Fed i przyspieszenia obniżek stóp w USA.
- **Bilans ryzyk i weryfikacja rynkowa.** Realizacja założonej ścieżki (zejście do 3,00%) zależy od braku nowych szoków podażowych oraz wygaszenia dynamiki płac. Obecna restrykcyjność (realna stopa ok. 1,5% na początku 2026 r.) tworzy przestrzeń do obniżek, o ile inflacja bazowa nie wykaże strukturalnej odporności na spadki.

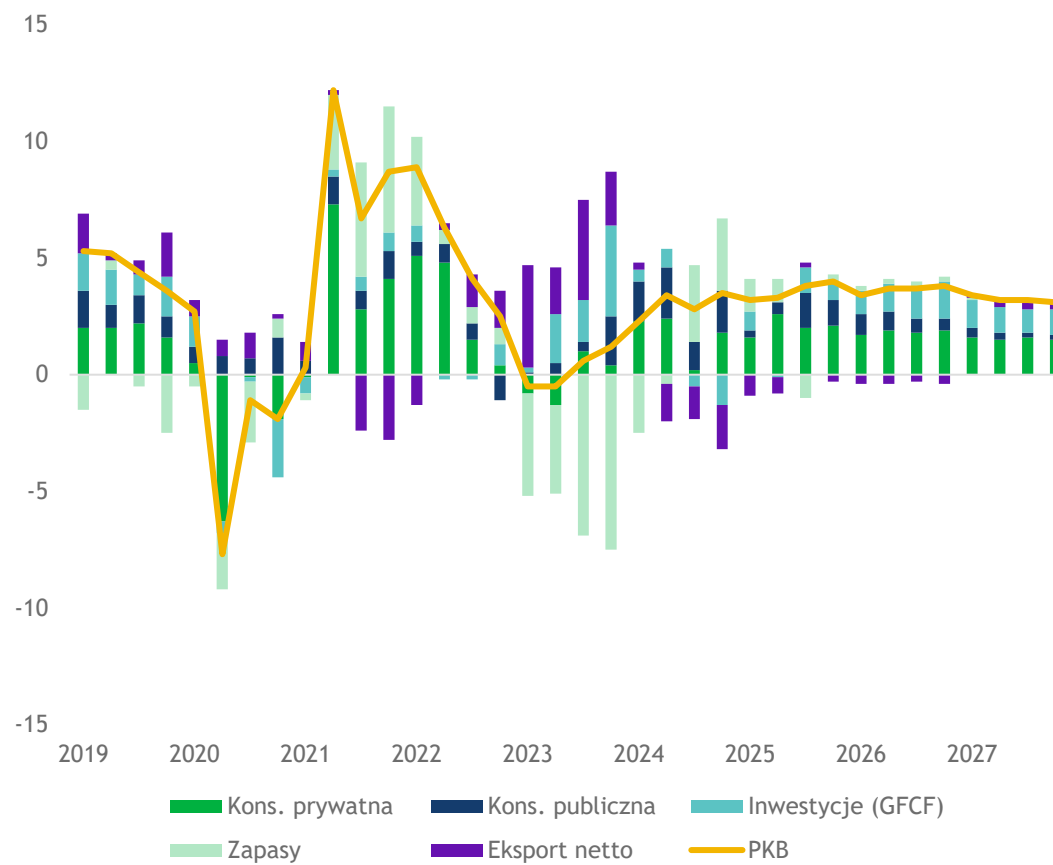
Prognozy stóp procentowych, inflacji CPI i inflacji bazowej (proc.)



4. Czas Złotowłosej Polski. WZROST GOSPODARCZY OSIĄGNIĘ PRAWIE 4 PROC. R/R.

- **Polska jako gospodarka typu „Goldilocks”.** Rok 2026 upłynie pod znakiem przyspieszenia dynamiki PKB do poziomu 3,7% (wobec 3,6% w 2025 r.), co uplasuje Polskę w ścisłej czołówce Unii Europejskiej. Fundamentem tego wzrostu będzie unikalna kombinacja solidnego wzrostu przy jednoczesnej niskiej inflacji i bezrobociu. O ile w poprzednich latach motorem była głównie konsumpcja, o tyle w 2026 r. kluczową rolę odegrają inwestycje finansowane środkami z KPO i funduszy strukturalnych. Oczekiwany dwucyfrowy wzrost nakładów inwestycyjnych przez przynajmniej dwa kwartały nie tylko zwiększy potencjał gospodarki, ale będzie trwałym argumentem dla kapitału zagranicznego za utrzymywaniem pozycji w PLN.
- **Krytyczny test efektywności inwestycji.** Rok 2026 to moment "szczytu bajki" i jednocześnie ostatnia szansa na skuteczne wykorzystanie środków KPO. Istnieje poważne ryzyko, że nominalnie wysokie inwestycje nie przełożą się na trwały wzrost produktywności gospodarki, a jedynie na czasowe pobudzenie konsumpcji prywatnej, co po 2026 roku może skutkować „wypłaszaniem” modelu wzrostu Polski. Stąd prognozy długoterminowe pokazują wzrost w granicach 3% od 2027 r., a nawet niższy.
- **Wąskie gardła strukturalne i fiskalne.** Skumulowanie wydatków KPO w 2026 r. odbywa się w warunkach wysokiego deficytu sektora finansów publicznych oraz niedoboru rąk do pracy. Szybki wzrost płac, niepodparty równoległym wzrostem innowacyjności (np. w AI czy robotyzacji), grozi utratą konkurencyjności polskich firm względem rynków azjatyckich oraz zwiększa wrażliwość gospodarki na ewentualne szoki zewnętrzne. To potencjalnie ostatni taki rok by przy zmniejszającej się populacji przygotować się na niższe dynamiki wzrostu Polski.

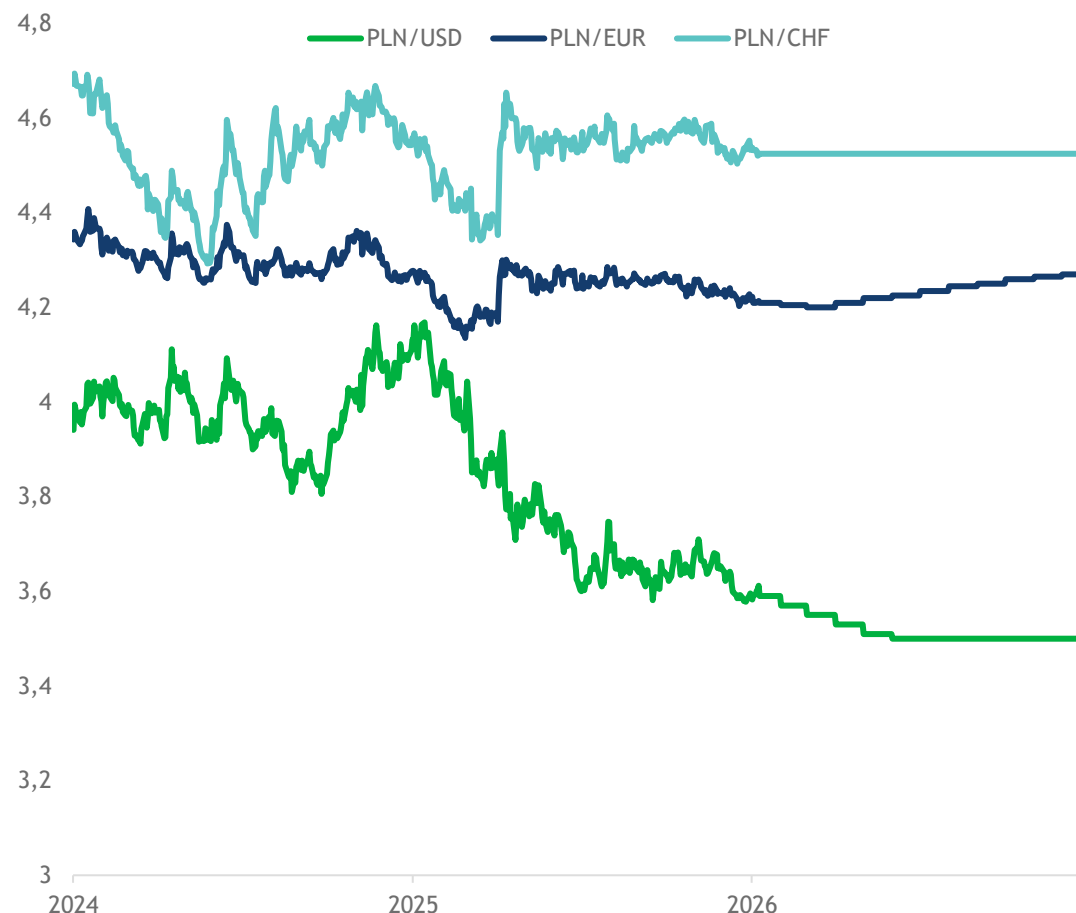
Struktura PKB i prognoza od IV kw. 2025



4. Czas Złotowłosej Polski. MOCNIEJSZY ZŁOTY WZGLĘDEM DOLARA

- **Aprecjacja złotego i globalny odwrót od dolara.** Na początku 2026 r. spodziewamy się umocnienia złotego do poziomów 4,20 względem euro oraz 3,53 względem dolara. Trend ten będzie napędzany nie tylko przez czynniki krajowe, ale przede wszystkim przez globalną słabość USD. Pogarszająca się kondycja amerykańskiego rynku pracy oraz „gołębie” zmiany personalne w FOMC prawdopodobnie skłonią Fed do bardziej agresywnych obniżek stóp procentowych niż wycenia to obecnie rynek. Wzrost pary EUR/USD w stronę poziomu 1,19 stworzy w całym 2026 roku silny „wiatr w żagle” dla walut rynków wschodzących, w tym dla złotego.
- **Wyzwaniem dla złotego w drugiej połowie 2026 r. będzie postępujące zawężenie różnicy w stopach procentowych między Polską a strefą euro.** Zakładamy, że NBP obniży stopę referencyjną do 3,25%, podczas gdy EBC utrzyma stopę depozytową na poziomie 2%. Dyferencjał wynoszący zaledwie 1,25 pkt proc. będzie najniższy od ponad czterech lat, co obniży atrakcyjność strategii carry trade. Niemniej jednak, przy inflacji utrzymującej się w okolicach celu (2,3%), realna stopa procentowa w Polsce pozostanie na poziomie ok. 1%, co wciąż będzie wartością relatywnie wysoką i wspierającą walutę na tle innych rynków EM.
- **Największym zagrożeniem pozostaje ewentualna głęboka korekta w amerykańskim sektorze technologicznym,** która mogłaby wywołać globalny tryb „risk-off” i ucieczkę kapitału do bezpiecznych przystani (USD, CHF). Dodatkowo, niepewność wokół amerykańskiej polityki celnej (taryfy handlowe) oraz tempo konsolidacji fiskalnej w Polsce będą czynnikami podbijającymi zmienność. Potencjalnym czynnikiem pozytywnie zaskakującym (tzw. upside risk) pozostaje natomiast trwale wygaszenie konfliktu na Ukrainie, co mogłoby wywołać falę skokowego umocnienia aktywów z regionu CEE.

Prognozowany kurs PLN w 2026 r.



5. Czas inwestycji z KPO

- **Inwestycje jako główny silnik wzrostu.** Środki z KPO będą kluczowym czynnikiem napędzającym wzrost nakładów brutto na środki trwałe, który w 2026 r. ma wynieść 9,5% r/r. Jest to wyraźne przyspieszenie względem 2025 r. (7,0%) i najwyższa prognozowana dynamika w całym horyzoncie 2025-2027.
- **Rekordowy napływ kapitału z UE.** Rok 2026 ma być okresem największego wydatkowania środków z KPO. Szacuje się, że do Polski trafi łącznie 180 mld zł z funduszy unijnych (w tym 120 mld zł z samego KPO), co stanowi absolutny rekord od momentu wstąpienia Polski do UE.
- **Wsparcie dla stabilnego PKB.** Dzięki kumulacji inwestycji publicznych i infrastrukturalnych, wzrost PKB w 2026 r. utrzyma się na solidnym poziomie 3,7% r/r. Inwestycje przejmą rolę głównego motoru gospodarki, równoważąc spodziewane wyhamowanie dynamiki konsumpcji prywatnej (spadek z 4,1%-4,2% w połowie 2025 r. do 3,1%-3,2% w 2026 r.).
- **Presja na rynek pracy i moce przerobowe.** Intensyfikacja projektów KPO przed ostatecznym terminem ich rozliczenia (sierpień 2026) utrzyma stopę bezrobocia na rekordowo niskim poziomie 2,9% (wg BAEL). Wysoka aktywność inwestycyjna może jednak prowadzić do wzrostu kosztów realizacji projektów ze względu na ograniczone moce przerobowe firm wykonawczych.
- **Polskie KPO składa się z 57 inwestycji i 54 reform.** Kraj z tego programu ma uzyskać łącznie ok. 232 mld zł (54,71 mld euro), w tym 107 mld zł (25,27 mld euro) w postaci dotacji i 124,8 mld zł (29,44 mld euro) w formie preferencyjnych pożyczek.

Branża / Sektor	Szacowana kwota (mld zł)	Na co konkretnie?
Budowlana i Instalacyjna	100 - 110	Termomodernizacja (Czyste Powietrze), budowa farm wiatrowych, modernizacja linii kolejowych i remonty szpitali.
Energetyczna i OZE	70 - 80	Budowa morskich farm wiatrowych, magazyny energii, modernizacja sieci przesyłowych, fotowoltaika i biogazownie.
Technologiczna i IT	22 - 25	Budowa sieci 5G i światłowodów, systemy cyberbezpieczeństwa, laptopy dla szkół, cyfryzacja e-urzędów.
Transportowa (Produkcja)	25 - 30	Produkcja i dostawa pociągów, tramwajów oraz autobusów elektrycznych i wodorowych.
Medyczna i Farmaceutyczna	18 - 20	Zakup aparatury medycznej (rezonanse, tomografy), cyfryzacja dokumentacji, wsparcie produkcji leków (API) w Polsce.
HoReCa i Kultura	5 - 8	Dotacje na modernizację hoteli i restauracji po pandemii, cyfryzacja instytucji kultury.
Rolno-spożywcza	7 - 10	Rolnictwo 4.0 (drony, systemy GPS), budowa centrów przechowalniczo-logistycznych, systemy nawadniania.

6. Chiny wejdą na Tajwan?

- **Tajwan za czasów Xi Jinpinga ma wrócić do ChRL.** Do tej pory ChRL nie była gotowa do konfrontacji z USA, do której nieuchronnie doszłoby w razie walk w Cieśninie Tajwańskiej. W dłuższej perspektywie dalsze zaognienie relacji wydaje się jednak nieuniknione. Wynika to nie tylko z sytuacji globalnej i rosnącej rywalizacji chińsko-amerykańskiej, lecz także z uwarunkowań wewnętrznych na Tajwanie i w Chinach. Generuje to nowy konflikt między tajwańskimi aspiracjami narodowymi a Chinami, gdzie KPCh próbuje oprzeć autorytarne rządy na nacjonalizmie. Rok 2026 i 2027 wymieniane są wśród analityków spraw międzynarodowych jako graniczne daty w których Chiny mogą spróbować podporządkować Tajpei Pekinowi.
- **Wojna w Tajwanie zmniejszyłaby światowe PKB o jedną dziesiątą.** W porównaniu z normalną ścieżką wzrostu globalna gospodarka wytworzyłaby o 10,2% mniej wartości dodanej. Gospodarka Tajwanu skurczyłaby się o 40%, ChRL o 16,7% a USA o 6,7%. Także Polska byłaby dotknięta, ale nie ma wyliczeń dla naszego kraju, można przypuszczać, że byłyby one podobne co średnia UE, czyli około 10% spadku. W przypadku blokady Tajwanu na morzu, gospodarka wyspy skurczyłaby się o 12,2%, ChRL o 8,9%, USA o 3,3%, a świata o 5%.
- **Wojna w Tajwanie, cła nałożone na chińskie produkty, ograniczenia w eksporcie układów scalonych itp. doprowadziłyby do większej zapaści gospodarczej niż Covid-19.** Efekt koronawirusa był dwa razy mniejszy dla trajektorii wzrostu globalnej gospodarki niż modelowy wpływ takiego szoku podażowego. Blokada Tajwanu byłaby mniej bolesna, ale oznacza, że produkty Apple, Nvidia, Broadcom, czy innych firm technologicznych nie weszłyby na rynek. Po amerykańskiej interwencji w Wenezueli autokratom będzie łatwiej uznać konieczność podporządkowania swojej strefy wpływów.

Odchylenie globalnego PKB pod wpływem szoku (proc.)



Prognozy makroekonomiczne

OKRES/ZMIENNA	2025				2026				2025	2026	2027
	1 kw.	2 kw.	3 kw.	4 kw.	1 kw.	2 kw.	3 kw.	4 kw.			
PKB (PROC. R/R)	3,2	3,4	3,7	3,6	3,6	3,8	3,6	3,8	3,6	3,7	3,7
KONSUMPCJA PRYWATNA (PROC. R/R)	2,4	4,1	4,2	3,3	3,4	3,1	3,2	3,1	3	3,2	2,5
INWESTYCJE (PROC. R/R)	7,2	1,5	5,8	9,5	9	13	9,5	6,5	7	9,5	5,0
EKSPORT NETTO (PKT. PROC.)	-1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,4	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
INFLACJA CPI (PROC. R/R, ŚREDNIO W KWARTALE)	4,9	4,2	3	2,9	2,9	2,4	2,1	2	3,6	2,3	2,5
INFLACJA BAZOWA (PROC. R/R)	3,6	3,4	3,1	3	2,7	2,4	2,1	2	3,3	2,5	2,4
INFLACJA PPI (PROC. R/R)	-1,1	-1,3	-1	-0,8	-0,3	0,2	0,5	0,7	-1,4	0,1	0,2
PLACE NOMINALNE (SEKTOR PRZEDSIĘBIORSTW PROC. R/R)	8,3	8,5	7,2	6,7	6,5	5,8	6,6	6,2	7,8	5,5	4,0
STOPA BEZROBOCIA REJESTROWANEGO (PROC.)	5,3	5,2	5,5	5,5	5,7	5,4	5,4	5,5	5,7	5,7	5,8
STOPA BEZROBOCIA BAEŁ (PROC.)	3,4	2,8	2,9	2,8	3,3	2,8	2,8	2,7	3,0	2,9	3,0
DŁUG PUBLICZNY (PROC. PKB, ESA2010)	57,4	58,2	59,5	60,4	62,2	63,9	65,6	67	60,4	66,9	70,6
SALDO FISKALNE (PROC. PKB, ESA2010)	-6,9	-6,9	-7	-6,9	-7,3	-7,2	-6,6	-6,5	-6,9	-6,5	-5,5
STOPA REFERENCYJNA (PROC.)	5,75	5,25	4,75	4,5	4	3,75	3,25	3	4,0	3,25	3,0

Nota prawna



Niniejsza publikacja (dalej „publikacja”) przygotowana przez głównego ekonomistę velo bank spółka akcyjna (dalej „velobank”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny.

Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art 66 kodeksu cywilnego.

Przedstawiona w publikacji analiza oparta jest na informacjach publicznie dostępnych do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Velobank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak velobank ani jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Velobank nie udziela w odniesieniu do niniejszej publikacji żadnych gwarancji, wyraźnych ani dorozumianych, dotyczących wartości handlowej, przydatności do określonego celu lub nienaruszania własności intelektualnej lub innego nienaruszania praw.

Niniejsza publikacja może zawierać wypowiedzi prognozujące. Wypowiedzi te, oparte na bieżących planach, założeniach, ocenach, prognozach, oczekiwaniach oraz historycznych danych, jako odnoszące się do zdarzeń przyszłych są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Z tego względu nie stanowią one gwarancji przyszłych zdarzeń, sytuacji gospodarczej w ujęciu makroekonomicznym ani w odniesieniu do jakiegokolwiek konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów, cen instrumentów finansowych lub jakichkolwiek przyszłych wyników i wskaźników finansowych.

Informacje zawarte w tej publikacji są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości velobank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania po dniu utworzenia dokumentu.



DR PIOTR ARAK
GŁÓWNY EKONOMISTA VELOBANK
PIOTR.ARAK@VELOBANK.PL
+48 880 347 779

www.velobank.pl/makroekonomia