



Monitoring Makroekonomiczny

Numer wydania: 1/2026

Warszawa, styczeń 2026 r.



Złoto w niestabilnym świecie

Zespół redakcyjny

Redaktor naczelny:

Bartosz Przywara

Autorzy tekstów:

Adam Wałach

Aleksander Piecuch

Daniel Jurkiewicz

Kamila Urbanik

Maciej Wrona

Małgorzata Czarnota

Michał Krześniak

Michał Starowieyski

Szymon Pieśniak

Korekty:

Bartosz Przywara

Hubert Marczuk

Maciej Wrona

Michał Krześniak

Nasz opiekun

Opiekun naukowy SKN FM

Prof. dr hab. Cezary Wójcik



Założyciel Center for Leadership, profesor SGH, pracował naukowo jako visiting scholar na takich uniwersytetach jak Harvard, Berkeley, Glasgow czy Melbourne.

Nasza działalność



/SKNFM



@skn.fm



sknfm.edu.pl



Monitoring
Makroekonomiczny



ISES
INSTYTUT STUDIÓW
EKONOMICZNO-SPOŁECZNYCH



SKN
FINANSÓW I
MAKROEKONOMII

Spis treści

Sekcja makroekonomiczna

Inflacja	4
Produkcja przemysłowa	5
Rynek pracy	6
Polityka pieniężna za granicą.....	7

Sekcja finansowa

Sprzedaż detaliczna	8
Surowce nieenergetyczne	9
Rynek walutowy	10
Kryptowaluty	11

Sekcja publicystyczna – Okiem Monitoringu

Iran – państwo o niewykorzystanym potencjale	12
Charakterystyka rozwoju sieci sklepów Dino	13
Miliardowa rozgrywka o imperium Warnera	14
Rok wielkiego kruszcu: Hossa złota i srebra 2025	15

O autorach

SKN Finansów i Makroekonomii

SKN Finansów i Makroekonomii to jedno z najbardziej aktywnych pod względem naukowym kół Szkoły Głównej Handlowej. Wśród obszarów zainteresowań SKN FM znajdują się przede wszystkim **polityka pieniężna, modelowanie i prognozowanie ekonometryczne, analizy makroekonomiczne, rynki finansowe, rozwój obywatelski**, a także inne tematy związane z ekonomią.



Inflacja w celu NBP

Inflacja CPI r/r według GUS (%)



Najważniejsze informacje

- Wstępny szacunek GUS wskazał inflację na poziomie 2,4% r/r
- Inflacja od pół roku znajduje się w dopuszczalnym przedziale odchyień celu NBP

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Według wstępnych danych GUS, inflacja w grudniu zanotowała niewielki spadek i wyniosła 2,4% r/r. Jest to szósty miesiąc z rzędu, gdy znajduje się na dopuszczalnym przez NBP poziomie, wynoszącym 2,5% +/- 1 pkt. proc. Od listopada ceny nie wzrosły - indeks CPI wyniósł 0,0% m/m. Inflacja jest niższa od oczekiwań analityków, którzy prognozowali jej wskaźnik w grudniu na poziomie 2,5% r/r.

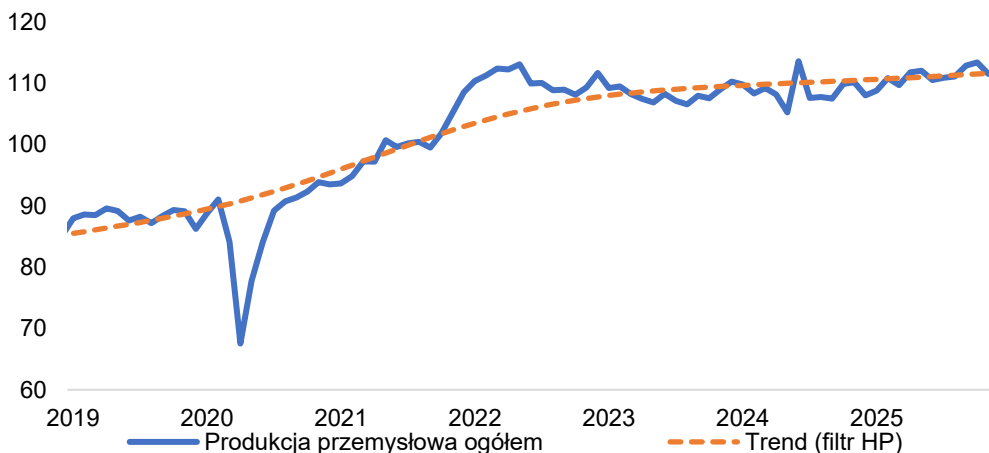
Największy wzrost cen na poziomie 2,8% r/r odnotowały nośniki energii. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 2,4% r/r i pozostały na tym samym poziomie względem listopada. **Ceny paliwa do prywatnych środków transportu spadły o 3,1% r/r i o 0,9% m/m.**

Mimo dalszych spadków trwałość dezinflacji stoi pod znakiem zapytania. Analitycy spodziewają się dwóch lub trzech obniżek stopy referencyjnej w tym roku. **Pierwsza nastąpi najprawdopodobniej w marcu, po opublikowaniu przez NBP nowej projekcji inflacji i PKB.**

Michał Starowieyski

Ożywienie w przemyśle pod znakiem zapytania

Produkcja sprzedana w przemyśle (SA, 2021=100)



Najważniejsze informacje

- Produkcja sprzedana przemysłu spadła o 1,1% r/r w listopadzie (dane GUS, NSA), po wzroście o 3,3% r/r w październiku
- W strukturze relatywnie najlepiej wypadły dobra inwestycyjne (+3,3% r/r), a najslabiej dobra związane z energią (-9,4% r/r) i dobra konsumpcyjne trwałe (-8,2% r/r)

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Listopadowy odczyt był słabszy i poniżej oczekiwań. **Jednocześnie są to dane nieodsezonowane, a więc wrażliwe na czynniki kalendarzowe i sezonowe (rozkład dni roboczych i świąt), które mogą istotnie zniekształcać porównania miesiąc do miesiąca oraz wnioski o zmianie „realnego” tempa aktywności.** Dlatego pomocniczo warto spojrzeć na serię po wyrównaniu sezonowym: produkcja była o 0,8% wyższa niż rok wcześniej, ale spadła o 1,6% względem października. W samym przetwórstwie przemysłowym odnotowano spadek o 1,4% r/r, a spadek r/r wystąpił w 19 z 34 działów przemysłu.

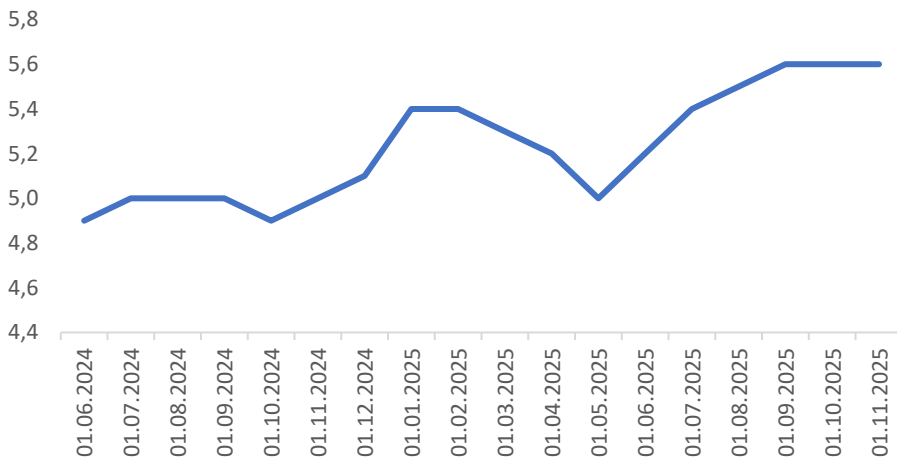
Struktura zmian pozostaje zróżnicowana. W strukturze relatywnie najlepiej wypadły dobra inwestycyjne (+3,3% r/r), lekko na plusie znalazły się także nietrwałe dobra konsumpcyjne (+0,3% r/r). Spadki dotyczyły dóbr zaopatrzeniowych (-1,7% r/r), dóbr konsumpcyjnych trwałych (-8,2% r/r) oraz produkcji związanej z energią (-9,4% r/r). **Taka struktura stanowi wsparcie dla tezy z poprzednich artykułów mówiącej, że to głównie wzrost inwestycji oddziałuje w kierunku ożywienia w przemyśle.**

Warto też odnotować sygnały z portfela zamówień. GUS raportuje w listopadzie silny wzrost nowych zamówień ogółem (+24,5% r/r), przy jednoczesnym spadku zamówień eksportowych (-1,8% r/r). **To wspiera ocenę, że poprawa ma obecnie relatywnie bardziej „krajowy” charakter i że kanał zewnętrzny (w tym koniunktura u głównych partnerów handlowych) pozostaje ograniczeniem dla pełniejszego ożywienia.**

Adam Wałach

Nieoczekiwane odbicie w płacach

Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)



Najważniejsze informacje

- Stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się w listopadzie na poziomie 5,6%
- Utrzymuje się także ujemna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (-0,8% r/r)
- Nominalna dynamika wynagrodzeń wzrosła w listopadzie do 7,1% r/r

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Nominalna dynamika wynagrodzeń wzrosła w listopadzie do 7,1% r/r wobec 6,6% w październiku, gdzie miał miejsce stosunkowo silny spadek. Tym samym dynamika ukształtowała się powyżej oczekiwań analityków, którzy oczekiwali spadku do 6,3% r/r. Po uwzględnieniu inflacji realne wynagrodzenia wzrosły o 4,6% r/r, co oznacza, że dynamika płac pozostaje relatywnie silna. Odbicie wynikało w dużej mierze z tego, że spadek dynamiki wynagrodzeń w sektorze transportowym okazał się przejściowy.

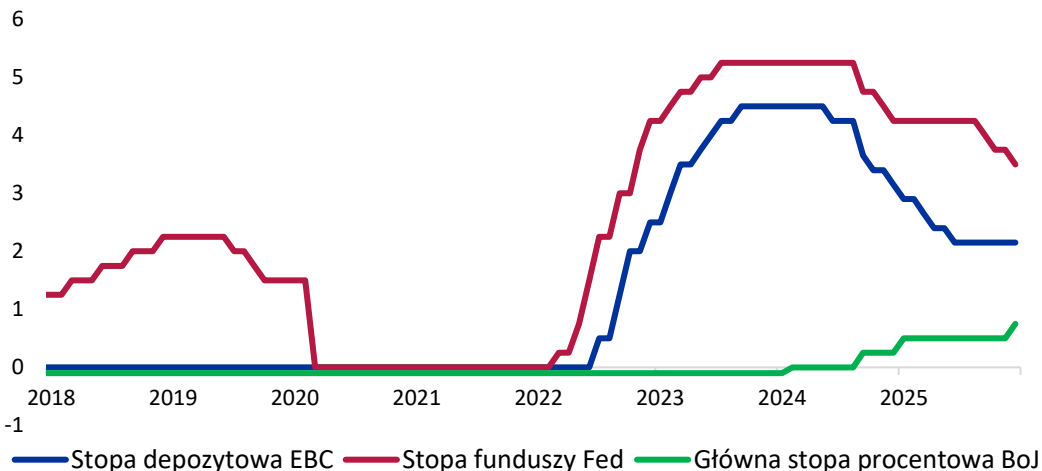
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw odnotowało nieznaczny wzrost do 6747 tys. w listopadzie wobec 6745 tys. w październiku. Niemniej dynamika pozostaje na poziomie ok. -0,8% r/r, na którym znajduje się od początku 2025 r. Trend spadkowy w zatrudnieniu wiąże się z ogólnymi trendami demograficznymi, na skutek których młodzi pracownicy nie równoważą liczebnie tych przechodzących na emeryturę.

Bezrobocie utrzymuje się trzeci miesiąc z rzędu na poziomie 5,6%. W porównaniu z ostatnimi trzema latami jest to relatywnie wysoki poziom, jednak warto zaznaczyć, że przed 2019 r. praktycznie nie występowało tak niskie bezrobocie. Niepokojącym sygnałem dla studentów może być rosnąca liczba absolwentów rejestrujących się jako bezrobotni – +19,1% r/r w listopadzie 2025 r, w porównaniu do +3,6% w listopadzie 2024 r. i -13,9% w listopadzie 2023 r.

Adam Wałach

Trzy banki i trzy kierunki

Kluczowe stopy procentowe banków centralnych (%)



Najważniejsze informacje

- Rezerwa Federalna w grudniu ponownie obniżyła stopy procentowe do przedziału 3,50%-3,75%
- Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy bez zmian, akcentując strategię „wait and see”
- Bank Japonii podnosi stopę procentową do poziomu 0,75%, niewidzianego od lat 90.

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Grudniowy obraz polityki pieniężnej trzech największych banków centralnych pokazuje wyraźną rozbieżność kierunków. **Rezerwa Federalna po raz kolejny zdecydowała się na obniżkę stóp procentowych. Choć formalnie uzasadniana jest ona słabnącą dynamiką inflacji i chłodzeniem rynku pracy, w tle coraz wyraźniej obecny jest czynnik presji politycznej oraz potrzeba podtrzymania wzrostu w roku wyborczym.** Nadal istnieje jednak związane z ciłmi ryzyko ponownego wzrostu inflacji w średnim okresie. W radzie Fed nie ma póki co zgody odnośnie dalszych obniżek stóp procentowych.

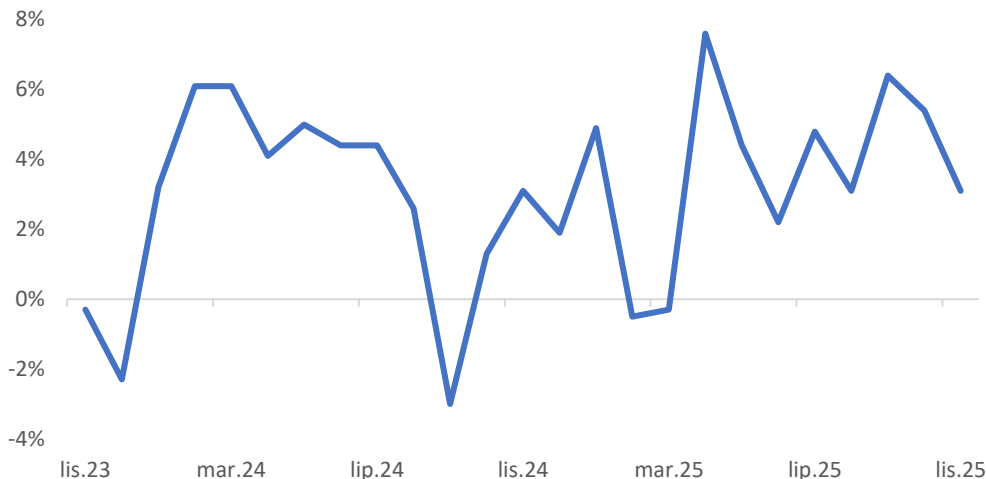
Odminną strategię przyjmuje Europejski Bank Centralny. Rada prezesów EBC zdecydowała się na utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie, podkreślając niejednoznaczny obraz inflacji bazowej oraz słabą, lecz stabilizującą się aktywność gospodarczą w strefie euro.

Najbardziej doniosły ruch wykonał Bank Japonii. Grudniowa podwyżka stóp procentowych podnosi koszt pieniądza do poziomu niewidzianego od połowy lat 90., co ma znaczenie nie tylko operacyjne, ale przede wszystkim historyczne. Japonia opuszcza reżim zerowych i ujemnych stóp procentowych, reagując na trwały wzrost inflacji i dynamiki płac. **Z punktu widzenia rynku obligacji ma to istotne konsekwencje. Podwyżka stóp w Japonii – jednym z kluczowych globalnych safe haven – podnosi krajowe rentowności i zmniejsza atrakcyjność inwestycji zagranicznych.** W rezultacie pojawia się presja wzrostowa na rentowności obligacji także w innych gospodarkach, nawet przy stabilnej lub łagodnej polityce pieniężnej.

Adam Wałach

Sprzedaż detaliczna poniżej oczekiwań

Dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce w cenach stałych (r/r)



Najważniejsze informacje

- W listopadzie 2025 r. sprzedaż detaliczna wzrosła o 3,1% r/r
- W ujęciu miesiąc do miesiąca, sprzedaż detaliczna spadła o 3,3%
- Od początku roku wzrost sprzedaży detalicznej w Polsce wyniósł 4,4% r/r

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Nieodsezonowana sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych w listopadzie 2025 r. była o 3,1% wyższa niż przed rokiem, zaś w porównaniu do października 2025 spadła o 3,3%. Konsensus opracowany przez PAP Biznes zakładał wzrost na poziomie 3,9% r/r, oraz spadek o 2,8% m/m. **Od początku roku odnotowano łączny wzrost o 4,4% r/r, kontynuując wzrostowy trend (w analogicznym okresie 2024 r. wzrost wyniósł 2,7% r/r).** Po wyrównaniu danych sezonowo, wzrost sprzedaży detalicznej w listopadzie wyniósł 5,5% r/r, zaś w ujęciu miesiąc do miesiąca 1,1%.

Wzrost odnotowano w większości grup podmiotów gospodarczych analizowanych przez GUS. Do najwyższych wzrostów doszło w przedsiębiorstwach związanych z elektroniką i meblami (16,6%), motoryzacją (12,9%), oraz w sektorze tekstyliów, ubrań i obuwia (12,2%). Gorszy rezultat osiągnęły podmioty gospodarcze z szeroko rozumianej branży FMCG, w której żywność, napoje i wyroby tytoniowe odnotowały ujemną dynamikę wzrostu (-2,9%).

Szymon Pieśniak

2025 rok należał do metali szlachetnych

Cena srebra w dolarach za uncję



Najważniejsze informacje

- Metale szlachetne zanotowały najwyższą stopę zwrotu w 2025 roku wśród głównych klas aktywów inwestycyjnych
- Głównymi motorami ich wzrostu były zakupy banków centralnych oraz obawy o stabilność światowego systemu finansowego i bezpieczeństwa

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Metale szlachetne bezapelacyjnie zajęły pierwsze miejsce w kategorii najlepszej inwestycji w 2025 roku. Pod względem stopy zwrotu pobiły nawet akcje takich technologicznych gigantów z USA jak Amazon, Apple czy Nvidia. **O ile złoto kontynuowało swą dobrą passę z 2024 roku, tak ceny srebra, platyny i palladu dopiero zaczęły rosnąć w połowie ubiegłego roku.** Prawdziwe szaleństwo zakupowe (FOMO) zaczęło się w grudniu, w wyniku czego srebro skończyło 2025 rok notując stopę zwrotu na poziomie ok. 160%. **Z uwagi na zmienność rynkową, COMEX (nowojorska giełda kontraktów terminowych) musiała podnieść wartość depozytu zabezpieczającego w przypadku kontraktów na ten metal.** Dwa takie epizody z przeszłości doprowadziły do wyznaczenia długookresowego szczytu w cenie srebra.

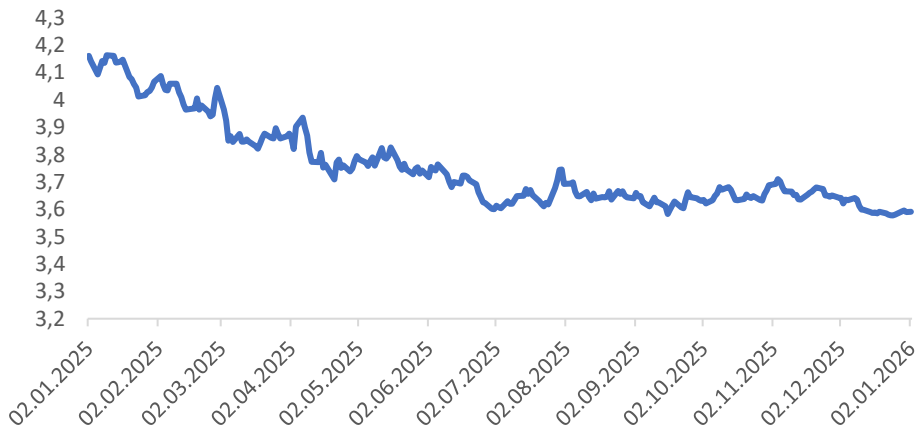
Analitycy wskazują, że podstawowym źródłem hossy na metalach szlachetnych jest spadek zaufania do światowego systemu finansowego. Inwestorzy obawiają się rosnącego zadłużenia głównych gospodarek świata, czemu oliwy do ognia dolewają zapowiedzi polityków o dalszym przyroście długu w celu sfinansowania zbrojeń i programów socjalnych. **Metale szlachetne zyskują także na rearanżacji globalnego systemu bezpieczeństwa, który opiera się teraz na sile, a nie na dyplomacji, czego dowodzą ostatnie działania i słowa Donalda Trumpa wobec Wenezueli i Grenlandii.**

W dalszym ciągu istotne w całej układance są też hurtowe zakupy złota przez banki centralne – szacuje się, że w 2025 r. NBP z ilością nieco ponad 100 ton nabytego złota mógł być ponownie największym kupującym ten kruszec wśród banków centralnych.

Michał Krześniak

Odbicie dolara: chwilowa korekta czy zmiana trendu?

Kurs pary walutowej USD/PLN



Najważniejsze informacje

- Dolar amerykański zakończył rok ciągłych spadków lekkim odbiciem na przełomie grudnia i stycznia
- Decyzja EBC o utrzymaniu bieżącego poziomu stóp procentowych wpłynęła na stabilizację euro
- Historyczna podwyżka stóp procentowych w Japonii

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Dolar amerykański doświadczył największego rocznego spadku od 2017 roku. W ciągu minionego roku USD stracił ponad 9% wobec koszyka głównych walut. W grudniu istotnym wydarzeniem było obniżenie stóp procentowych przez Fed. Choć sam ruch był zgodny z oczekiwaniami rynku, struktura głosowania pokazała brak jednomyślności w szeregach FOMC, co stanowi kluczowy czynnik ryzyka dla przyszłej ścieżki dolara. **Ponadto na początku stycznia 2026 roku doszło do operacji sił zbrojnych USA w Wenezueli.** To wydarzenie poskutkowało spadkiem cen ropy naftowej oraz wzrostem cen akcji amerykańskich spółek naftowych (np. Chevron), co może odbić się na cenie dolara.

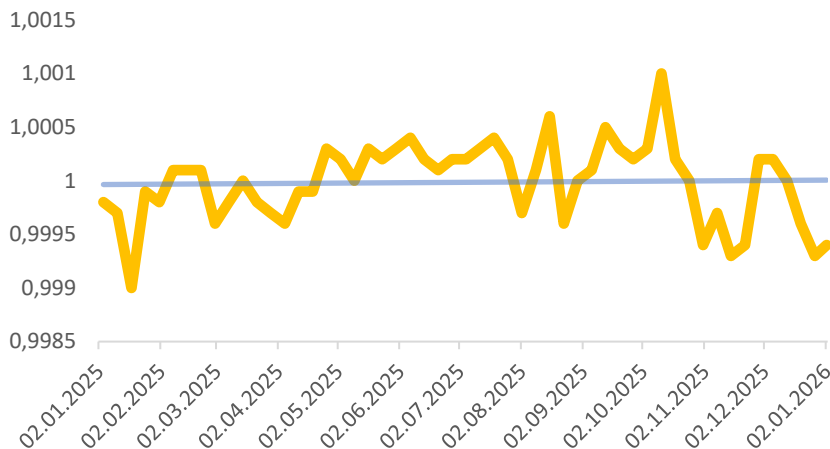
Na grudniowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC podjęła decyzję, by utrzymać bieżący poziom stóp procentowych w strefie Euro (główna stopa refinansowania 2,15%). **Ruch ten podyktowany był faktem, iż inflacja w strefie euro była zgodna z celem inflacyjnym.** Prezes Christine Lagarde podkreśliła, że decyzje pozostają „zależne od danych” (ang: data dependent).

Tymczasem w Japonii stopy procentowe są najwyższe od 30 lat. Bank of Japan podjął decyzję o podwyższeniu stóp procentowych o 25 punktów bazowych do poziomu 0,75%. Jest to najwyższy poziom od 1995 roku. Decyzja ta była podyktowana słabością jena, która zaczęła szkodzić tamtejszej gospodarce. Ruch ten generuje presję na aprecjację JPY i może doprowadzić do odpływu kapitału z rynków zagranicznych z powrotem do Japonii.

Daniel Jurkiewicz

Znaczenie i rola stablecoinów

Kurs USDT/USD



Najważniejsze informacje

- Stablecoiny są odpowiednikami rzeczywistych aktywów w świecie blockchain
- Znaczenie stablecoinów historycznie rosło, ale ich długoterminowa przyszłość jest niepewna

Komentarz SKN Finansów i Makroekonomii

Stablecoiny to szczególny rodzaj kryptowalut, które dążą do trwałego odzwierciedlania wartości pewnego instrumentu ze świata realnego w ekosystemie blockchain. Najczęściej za podstawę biorą konkretną walutę bądź surowiec, jak np. złoto. Stablecoiny stosowane są przykładowo przy przeprowadzaniu transakcji cyfrowych. **Dzięki zdecentralizowanej infrastrukturze kryptowalut stanowią one szybszy kanał przepływu środków pieniężnych niż operacje przechodzące przez tradycyjne instytucje finansowe.**

Kapitalizacja rynku stablecoinów ciągle rośnie i obecnie wynosi ponad 317 mld USD. Stanowi to ok. 10% wartości całego rynku kryptowalut. W czołówce stablecoinów o największej kapitalizacji znajdują się: Tether (USDT) – 187 mld USD, USDC (USDC) – ponad 75 mld USD i Ethena USDe (USDe) – ponad 6 mld USD. Wartość rynkowa pozostałych stablecoinów jest stosunkowo niewielka.

Technologie dostępne na rynku finansowym ulegają drastycznym zmianom. Nad nowymi rozwiązaniami płatniczymi pracują już nie tylko przedsiębiorstwa z branży fintech, ale coraz częściej także rządy i wspólnoty państw w trosce o bezpieczeństwo tego krytycznego dla gospodarki systemu. **W dłuższej perspektywie należy być przygotowanym na burzliwe przemiany w tym sektorze.**

Maciej Wrona

Iran – państwo o niewykorzystanym potencjale

Iran jest państwem o dominującym udziale sektora publicznego i gospodarce w dużej mierze funkcjonującej w modelu centralnego planowania. Dysponuje on znacznym potencjałem ekonomicznym, opartym na bogatych zasobach naturalnych oraz dostępie do młodego i wykształconego kapitału ludzkiego. **Mimo to, w ujęciu ostatnich lat, a szczególnie w obecnym okresie, państwo stoi na progu załamania gospodarczego.**

Iran, mimo swojej pozycji jako kraj posiadający czwarte największe rezerwy ropy naftowej na świecie, doświadcza dotkliwego kryzysu energetycznego. Od lutego 2025 roku mieszkańcy Teheranu przeżywają średnio od trzech do czterech godzin przerw w dostawie energii dziennie. Większość udokumentowanych przestojów występuje w południowych, uboższych dzielnicach, podczas gdy te zamożniejsze, położone na północy, pozostają praktycznie nietknięte, co pogłębia niepokój wśród klasy robotniczej. Kryzys ten spowodowany jest między innymi strukturą własnościową firm w Iranie - jedynie około 16% instytucji i przedsiębiorstw znajduje się w sektorze prywatnym. **Natomiast reszta, na skutek nacjonalizacji, znajduje się obecnie pod zarządem Korpusu Strażników Rewolucji Islamskiej, w skrócie KSRI.**

KSRI konstytucyjnie zdefiniowany jest jako "odłam sił zbrojnych Iranu odpowiedzialny za obronę granic i porządku wewnętrznego". Realia funkcjonowania tego podmiotu stanowczo odbiegają od przyjętych założeń. Ze względu na posiadaną władzę w zakresie polityki oraz uprzednią nacjonalizację poszczególnych sektorów strategicznych, sprawuje on kontrolę nad regulacjami dotyczącymi wydobycia ropy i gazu. KSRI nielegalnymi kanałami sprzedaje je za granicą niwelując dużą część przychodów do budżetu, zwiększając nierówność i skalę korupcji w całym kraju. To właśnie korupcja uznawana jest w Iranie za jeden z głównych powodów kryzysu. Choć najwyższy władca Ali Chamanei twierdzi, że ma ona charakter incydentalny, niezależni obserwatorzy obalają tą teorię bazując również na oskarżeniach o zdefraudowanie miliardów dolarów przez samą głowę państwa. Kluczowa dla problemów ekonomicznych Iranu jest również izolacja handlowa od bogatych, zachodnich rynków zbytu. **Jest to przede wszystkim rezultat bardzo kontrowersyjnego zaplecza politycznego.** Ekstremizm panujących muzułmańskich fundamentalistów, przejawiający się między innymi przemocą oraz systemową dyskryminacją kobiet, prowadzi do sankcji przez państwa oraz organizacje międzynarodowe, takie jak ONZ. Dodatkowym powodem stosowania ograniczeń handlowych wobec Iranu jest nieregulowany i niejednoznaczny rozwój technologii nuklearnej.

Wpływ sankcji na kondycję irańskiej gospodarki najlepiej obrazuje gwałtowne przyspieszenie wzrostu gospodarczego do poziomu około 9% rocznie, które nastąpiło po zniesieniu ograniczeń dotyczących eksportu ropy naftowej w wyniku podpisania porozumienia JCPOA w roku 2015, wzmacniającego wiarygodność irańskiej polityki nuklearnej. Możliwość eksportu ropy ma kluczowe znaczenie dla funkcjonowania państwa, ponieważ stanowi jego najważniejszy towar eksportowy i odpowiada nawet za około 85% dochodów budżetowych. Z tego względu zachodnie sankcje wywierają szczególnie duży wpływ na rozwój gospodarczy Iranu.

Niestabilną sytuację Iranu pogłębiła 12-dniowa wojna z Izraelem w czerwcu 2025 roku. W trakcie konfliktu izraelskie i amerykańskie naloty zniszczyły część strategicznej infrastruktury Iranu, obejmującej rafinerie, terminale eksportowe oraz instalacje nuklearne. Skutki gospodarcze były dotkliwe: eksport ropy z Iranu spadł o 94%, z około 1,7 mln baryłek dziennie do około 100 tys, w wyniku zniszczeń i obaw o bezpieczeństwo transportu w Zatoce Perskiej. Oznaczało to straty rządu około 120 mln USD dziennie, czyli około 1,4 mld USD w ciągu 12 dni. Ponadto same koszty prowadzenia konfliktu - takie jak ceny wystrzelonych rakiet, czy systemowe wspieranie zagranicznych bojówek i organizacji paramilitarnych jak Hamas, czy Hezbollah - liczone są w kolejnych miliardach.

Wszystkie te czynniki doprowadziły do sytuacji, w której inflacja w Iranie szacowana jest na około 50% rocznie, a wskaźnik CPI w przedziale nawet 70-80%. Takie okoliczności prowadzą do wzrostu napięć społecznych, przejawiających się między innymi strajkami tzw. "bazaru", czyli drobnych sprzedawców, którzy nie są w stanie funkcjonować w tak niepewnym środowisku. Ponadto Iran, tracąc wiarygodność inwestycyjną, utracił kluczowy dla rozwoju napływ zachodniego kapitału. W rezultacie irański rial na niekontrolowanych przez państwo platformach obrotu osiąga historycznie niski kurs, sięgający około 1,5 mln riali za jednego dolara. Oznacza to de facto załamanie siły nabywczej społeczeństwa i gwałtowne zubożenie klasy średniej. Szacunki wskazują, że obecnie nawet do 55% populacji może żyć poniżej granicy ubóstwa, a produkty takie jak mięso czy nabiał stały się dobrami luksusowymi. Sam prezes irańskiego banku centralnego, Mohammad-Reza Farzin, po krachu waluty zrezygnował ze stanowiska, co dodatkowo sygnalizuje destabilizację systemu.

Obecnie przyszłość Iranu jest niepewna, aczkolwiek możliwa normalizacja i powrót do globalnego handlu mogłyby przekształcić gospodarkę całego regionu. Aktualnie kraj jest osłabiony, ale mógłby szybko stać się jednym z kluczowych podmiotów gospodarczych w regionie.

Aleksander Piecuch i Kamila Urbanik

Charakterystyka rozwoju sieci sklepów Dino

Polska sieć marketów Dino przygotowuje się do otwarcia swojego pierwszego sklepu w Warszawie. Aktualnie trwają prace nad otwarciem sklepów w trzech lokalizacjach – w Wesołej, na Pradze oraz na Wilanowie. Przy okazji budowy sklepu na Warszawskim Wilanowie, ponad trzy tysiące osób podpisało petycję przeciwko budowie sklepu w tej lokalizacji. Wynika to z faktu, że wielu osobom sklepy Dino kojarzą się z gorzej rozwiniętymi obszarami wiejskimi, produktami gorszej jakości oraz zwiększonym ruchem związanym z niskimi cenami w tej sieci. **Z drugiej strony, na koniec 2025 r, spółka Dino SA osiągnęła łączną kapitalizację giełdową na poziomie około 40mld zł i jest jedną z największych polskich firm notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.** Celem niniejszego tekstu jest omówienie historii oraz modelu biznesowego Dino Polska, który pozwolił jej osiągnąć sukces.

Od pierwszego sklepu w Krotoszynie do jednej z największych sieci handlowych w Polsce

Firma Dino została założona w 1999 r, kiedy Tomasz Biernacki założył swój pierwszy sklep w Krotoszynie (woj. Wielkopolskie). Trzy lata później, w celu dalszego rozwoju biznesu, powstało pierwsze centrum logistyczno-dystrybucyjne. Dopiero po 11-stu latach, w 2010 r. sieć stworzyła swój 100. sklep. W tym samym roku, polsko-amerykański fundusz Enterprise Investors wykupił 49% akcji spółki, co pozwoliło Biernackiemu na dalsze skalowanie biznesu. Na koniec 2010 roku, spółka posiadała 111 sklepów, po 5 latach ich liczba wzrosła do 511, by na koniec 2020 roku osiągnąć liczbę prawie 1500 działających sklepów pod szyldem Dino. Pod koniec zeszłego roku, sieć przebiła psychologiczną barierę 3000 sklepów, utrzymując dynamiczne tempo wzrostu i otwierając średnio blisko 1 sklep dziennie. Dla porównania, sklepów Biedronka w Polsce jest 3800, a Lidlów niespełna 1000.

Model biznesowy sklepów Dino

Co pozwoliło Tomaszowi Biernackiemu osiągnąć tak imponujący wzrost sieci Dino oraz umożliwiło konkutowanie z największymi, zagranicznymi sieciami marketów w Polsce? Główną przewagą biznesową sieci Dino do tej pory było skupienie się wyłącznie na mniejszych miejscowościach, gdzie wielkie sieci handlowe niechętnie otwierały swoje sklepy.

To pozwoliło Biernackiemu konkurować na lokalnych rynkach bez większej konkurencji, zwiększając w ten sposób swoje przychody oraz pozycję rynkową.

Po drugie, każdy sklep posiada tak zwaną „ładę tradycyjną” z produktami mięsnymi, dzięki której można w Dino codziennie kupić świeże produkty mięsne. Co więcej sieć w latach 2003-2010 wykupiła zakłady mięsne Agro-Rydzyna. W ten sposób bezpośrednio produkuje oraz dostarcza produkty mięsne do swoich sklepów, zwiększając własną marżę, upraszczając procesy logistyczne oraz tworząc wartość dodaną dla klienta poprzez dostępność świeżego mięsa i wędlin na wyłączność.

Po trzecie, sklepy Dino są budowane na ogół bez udziału zewnętrznych firm budowlanych oraz na zasadach pełnej własności, co powoduje, że spółka jest de facto również dużym potentatem nieruchomościowym posiadającym w Polsce tysiące działek oraz budynków komercyjnych. W ten sposób firma redukuje koszty związane z podnajmem zewnętrznym firm budowlanych oraz wynajmem nieruchomości.

Co równie istotne, sieć Dino stawia na innowacje oraz dywersyfikację zakresu swojej działalności. Prawie każdy sklep posiada panele fotowoltaiczne, które pozwalają na obniżenie kosztów operacyjnych oraz zwiększenie niezależności energetycznej. W ostatnim czasie sieć zastrzegła w urzędzie patentowym znak towarowy „Dino Oil”, a w grudniu pojawiły się na jej stronie pierwsze ogłoszenia o pracę na stanowiska mające na celu wsparcie sieci w rozpoczęciu działalności w branży paliwowej.

Dziś Tomasz Biernacki jest najbogatszym Polakiem (Forbes 2025) z majątkiem wycenianym w granicach 20-30 miliardów złotych. Pomimo sukcesu, jego biografia jest mało znana z racji na niechęć do rozgłosu medialnego. Zgodnie ze strategią Dino Polska, w najbliższych latach sieć planuje kontynuację intensywnej ekspansji poprzez rozwój na zachodzie Polski oraz w miastach wojewódzkich – jakie będą tego efekty, zobaczymy w niedalekiej przyszłości.

Szymon Pieśniak

Miliardowa rozgrywka o imperium Warnera

Tradycyjny rynek telewizyjny przechodzi obecnie kryzys związany z utratą klientów na rzecz platform streamingowych. W ostatnim kwartale Warner Bros. odnotował 23% spadek przychodów przez spadek liczby subskrybentów i reklamodawców.

Z tego powodu, w październiku 2025 roku, Warner Bros Discovery ogłosił, że jest otwarty na oferty wykupu. W rywalizacji o przejęcie giganta wzięły udział Netflix, Paramount Skydance i Comcast. Oferta Paramount Skydance (PSKY) obejmowała kupno całej firmy, zaś Netflix i Comcast zamierzały kupić jedynie część spółki, obejmującą studia filmowe i platformy streamingowe (w tym HBO Max), bez kanałów telewizyjnych jak CNN, TNT oraz TVN.

Konkurencyjna oferta Netfliksa

5. grudnia Warner Bros. Discovery przyjął ofertę zakupu części przedsiębiorstwa przez Netfliksa. Firma wyceniła wartość przejmowanej części WBD na 82,7 mld USD. Łączna wartość akcji koncernu wyniosła 72 mld USD. Akcjonariusze WBD mają otrzymać w sumie 27,75 USD (w tym 23,25 USD na akcję w gotówce oraz 4,5 USD na akcję w akcjach Netfliksa). Propozycja Netfliksa przebiła ofertę Paramount Skydance o 4 USD za akcję.

W celu realizacji przejęcia części Warner Bros. Discovery, Netflix pozyskał 59 mld USD finansowania od banków takich jak Wells Fargo, BNP Paribas i HSBC w formie niezabezpieczonego kredytu pomostowego. Ten rodzaj finansowania jest często zastępowany trwałszym długiem, takim jak obligacje korporacyjne.

Dzięki tej transakcji Netflix uzyska dostęp do rozbudowanej biblioteki filmowej Warner Bros, w tym do popularnych franczyz takich jak „Gra o Tron”, „Harry Potter” czy „DC Comics”, a także do bazy ponad 130 mln subskrybentów usług streamingowych Warnera.

Przed finalizacją zakupu, WBD wydzielił segment telewizyjny do nowej, osobnej spółki notowanej na giełdzie pod nazwą Discovery Global, zawierającej TVN, CNN, TNT, Eurosport, Discovery Channel i platformę Discovery+. Zakończenie tego procesu jest planowane na III kwartał 2026 roku. Transakcja ma zatem zostać sfinalizowana w ciągu 12-18 miesięcy.

Kontratak Paramount Skydance Company

Rywalizacja o przejęcie Warner Bros. Discovery zmieniła obrót, gdy 8. grudnia Paramount Skydance ogłosił wrogie przejęcie koncernu, proponując

akcjonariuszom 30 USD za akcję z pominięciem zarządu WBD. Nowa oferta zakupu całej spółki wzrosła do 108,4 mld USD (o 25,7 mld USD więcej niż w ofercie Netfliksa). **Warner Bros. zawarł już wstępne porozumienie z Netfliksem, a wycofanie się z niego wiązałoby się z koniecznością wypłaty przez WBD odszkodowania w wysokości 5,8 miliarda USD.**

W ofertę PSKY zaangażowane są państwowe fundusze inwestycyjne z Arabii Saudyjskiej i Kataru, firmy private equity RedBird Capital oraz banki takie jak Bank of America, Citi i Apollo Global Management. Paramount zapowiedział, że zapłaci koncernowi całość wartości kary za zerwanie porozumienia z Netfliksem. Nowa oferta Paramount jest ważna do 21 stycznia 2026 roku, co daje inwestorom czas na ocenę nowych warunków umowy.

Znane są ponadto powiązania prezydenta USA, Donalda Trumpa z rodziną Ellisonów, w której posiadaniu znajduje się Paramount Skydance. Z tego powodu, zarząd firmy przekonuje akcjonariuszy WBD, że oferta Paramount napotka mniej przeszkód regulacyjnych niż Netflix.

Po analizie nowych propozycji Paramount Skydance z udziałem niezależnych doradców finansowych i prawnych, Rada Dyrektorów Warner Bros. Discovery wezwała akcjonariuszy do zatwierdzenia umowy fuzji z Netfliksem, która ich zdaniem oferuje stabilniejszą i lepszą alternatywę dla WBD.

Konsekwencje globalne

Połączenie Warner Bros. Discovery i Paramount doprowadziłaby do stworzenia podmiotu większego niż Disney, łącząc dwóch dominujących operatorów telewizyjnych w jedną strukturę. Zaś fuzja największego globalnego serwisu streamingowego z właścicielem HBO Max wzbudza obawy o nadmierną koncentrację na rynku i może znacząco wpłynąć na sytuację kin. Netflix jest bowiem znany ze swojej niechęci do tradycyjnego modelu dystrybucji kinowej, krytykując przywilej pierwszeństwa kin w wyświetlaniu nowych ekranizacji.

Kończąca transakcja z WBD z pewnością spotka się ze szczegółową kontrolą antymonopolową w Europie i USA. **W tle pozostaje również konflikt interesów w branży, który może znacząco wpłynąć na finalny kształt przejęcia.**

Małgorzata Czarnota

Rok wielkiego kruszcu: Hossa złota i srebra w 2025

W 2025 roku byliśmy świadkami historycznych wzrostów cen na rynku metali szlachetnych. W obliczu napięć geopolitycznych i zmian w polityce banków centralnych metale szlachetne stały się fundamentem światowych portfeli. To, co zaczęło się jako ostrożna dywersyfikacja, przerodziło się w silną hossę, która wymusiła na inwestorach rewizję dotychczasowego podejścia do surowców.

Złoto: Nowy standard powyżej 4500 USD

Złoto zamknęło rok z imponującym wzrostem ceny, sięgającym niemal 62% r/r i ustanawiając rekord 4583 USD/oz. Jest to największa zmiana wartości od roku 1979, kiedy to kryzys naftowy i inflacja wywindowały cenę o ponad 135% r/r. Złoto najwięcej zyskało na wartości w pierwszym kwartale 2025 roku, kiedy jego cena rynkowa wzrosła o 20%. Dla porównania przez cały rok 2024 było to 27%. Wynik ten znacząco przebił i tak optymistyczne prognozy zakładające stabilizację ceny w okolicach 3000 USD/oz na koniec roku.

Co było przyczyną niespodziewanych wzrostów?

Analitycy wskazują, że na wzrost wartości kruszcu przełożyło się wiele czynników. **Istotne było luzowanie polityki pieniężnej przez Fed i wynikający z tego słaby dolar.** Niskie stopy procentowe zwiększają atrakcyjność złota jako aktywa inwestycyjnego, które nie generuje odsetek, ale trzyma swoją wartość. Natomiast słaby dolar powoduje wzrost ceny złota w ramach wyrównania jego siły nabywczej. **Innym filarem hossy była niepewność geopolityczna,** która zawsze sprzyja umocnieniu się złota. W dobie sankcji i wojen handlowych jest ono pewnym aktywem, które trzyma swoją wartość i którego nie można zamrozić.

Srebro ze złotym medalem

W wyścigu na największy przyrost wartości wygrywa jednak srebro. **Jego cena wzrosła o 142% r/r, a w szczytowym momencie kruszec kosztował ponad 82 USD/oz.** Wpisuje się to w historyczny trend: wartość srebra jest bowiem skorelowana z wartością złota, ale notuje większe odchylenia. Zaskoczyło to analityków, którzy jeszcze na początku poprzedniego roku spodziewali się wzrostu ceny do 40 USD/oz.

Z powodu korelacji ze złotem na wzrost ceny srebra wpłynęły wymienione wcześniej czynniki. **Zostały one dodatkowo spotęgowane przez rosnący popyt przemysłowy i wieloletni deficyt podaży,** w samym roku 2025 szacowany na 150 mln uncji. Dla porównania roczne światowe wydobycie tego metalu szlachetnego to około 900 mln uncji. Rola srebra w technologiach, zielonej energetyce i medycynie rośnie, podczas gdy podaż stoi w miejscu. Z tych powodów kruszec ten wychodzi z cienia złota i umacnia swoją pozycję jako strategiczny surowiec.

Co nas czeka w 2026?

Eksperci prognozują dalsze wzrosty wartości złota. Analitycy J.P. Morgan, Goldman Sachs i Bank of America spodziewają się cen na poziomie ok. 5000 USD/oz na koniec roku. W przypadku srebra, które jest z reguły trudniejsze do przewidzenia, oczekują stabilizacji ceny w okolicach 60 USD/oz. Spadek ceny ma zapowiadać wskaźnik gold/silver. Podczas gdy średnia z ostatnich kilkunastu lat oscyluje wokół 80, stosunek cen kruszców na koniec grudnia spadł nieco poniżej 60. Wskazuje to na relatywnie wysoką cenę srebra.

Michał Starowieyski

Nasi partnerzy



CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
CASE – Center for Social and Economic Research

