

Kwartalnik Ekonomiczny

2q25

Analizy Makroekonomiczne

26 czerwca 2025



Bank Polski

Centrum
Analiz



Wojna Światów

- **Światowa gospodarka mierzy się nadal z niepewnością wygenerowaną przez „Dzień Wyzwolenia”, a dodatkowo pojawił się szok w postaci eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie.** We wstępnej sekcji specjalnej Kwartalnika skupiamy się na analizie scenariuszy celnych i ich oddziaływaniu na gospodarkę. W scenariuszu bazowym dla otoczenia zewnętrznego przyjęliśmy, że wygrają racjonalne argumenty – stawka celna dla UE pozostanie na poziomie 10%, Fed i EBC będą kontynuować obniżki stóp, a europejska i amerykańska gospodarka będą rosły w tempie ok. 1% r/r.
- **W zestawieniach międzynarodowych Polska wciąż wyróżnia się pod względem siły bieżącego i oczekiwanego wzrostu gospodarczego.** Część miesięcznych wskaźników aktywności studzi optymizm, czego wyrazem jest nieznaczna rewizja w dół naszej prognozy PKB na ten rok. Motorem wzrostu pozostaje konsumpcja, choć jej ożywienie jest ograniczane przez wciąż wysoką preferencję dla oszczędności w warunkach schłodzenia rynku pracy. Szybciej od oczekiwań pojawił się za to wzrost inwestycji, co potwierdza nasze założenie, że będzie to kluczowa zmiana *in plus* w porównaniu do 2024.
- **Rynek pracy rozczarowuje, nie dostarczając sygnałów długo oczekiwanego ożywienia.** Pomimo solidnego wzrostu gospodarczego, wysoka niepewność przesuwająca w czasie plany firm zwiększania zatrudnienia. Przy ograniczonym popycie na pracę, wzrost płac będzie dalej spowalniać, choć droga hamowania będzie dość wyboista. Coraz niższa inflacja oraz relatywnie niewielka skala podwyżek regulacyjnych będą osłabiać presję płacową w 2026, gdy wreszcie oczekujemy wzrostu zatrudnienia.
- **Cel inflacyjny jest już na wyciągnięcie ręki, a inflacyjna rzeczywistość po raz kolejny okazała się korzystniejsza od oczekiwań.** W lipcu inflacja CPI może być już minimalnie poniżej poziomu 3% r/r, podobnego poziomu oczekujemy na koniec tego roku. Niższa prognoza to m.in. efekt obniżki cen gazu. Ścieżka cen paliw w obliczu sytuacji na Bliskim Wschodzie stanowi ryzyko w górę, ale nie na tyle duże by zagrozić trwałemu osiągnięciu celu inflacyjnego.
- **Ożywienie eksportu opóźnia się, co pogłębia deficyt handlowy i łączny deficyt rachunku obrotów bieżących.** Średnioterminowe perspektywy w tym zakresie zaciemniają także schłodzenie napływów FDI do Polski, istotnych dla rozbudowy mocy eksportowych. O ile może to negatywnie wpływać na perspektywy PKB, to nie jest na tyle znaczące, by zapowiadać problemy z finansowaniem deficytu rachunku bieżącego.
- **RPP „odmroziła” obniżki stóp zdecydowanym ruchem w maju o 50pb, ale „gołębie szybko wróciły do gołębnika”.** Spadek inflacji daje według nas przestrzeń do jeszcze dwóch obniżek po 25pb w 2025, we wrześniu i listopadzie, ale wg szefa NBP na drodze do nich może stanąć luźna polityka fiskalna.
- **Polityka fiskalna to obszar, w którym dokonaliśmy najbardziej znaczących rewizji prognoz.** To zarówno efekt gorszego punktu startowego (wyższy dług w 1q25), jak i założenia o mniejszych szansach na znaczną konsolidację fiskalną, m.in. w reakcji na wynik wyborów prezydenckich.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 693 333 127

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

<https://centrumanaliz.pkobp.pl/>

Marta Petka-Zagajewska
Dyrektor Biura
tel. 691 335 426

Urszula Kryńska
tel. 722 060 794

Szymon Fabiański
tel. 722 051 585

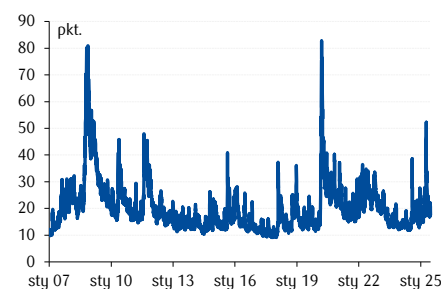
Kamil Pastor
tel. 723 670 836

Agnieszka Pierzak
tel. 666 823 657

Michał Reczek
tel. 783 552 546

Anna Wojtyniak-Stefańska
tel. 698 635 126

Indeks VIX



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Realny PKB (% r/r)	3,2	3,2	3,3	3,6	3,5	3,5	3,4	3,6	2,9	3,3	3,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,4	2,9	2,9	2,8	3,3	2,8	2,8	2,7	2,9	3,0	2,9
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,9	4,1	2,7	2,7	2,5	2,9	2,9	2,9	3,6	3,6	2,8
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,6	3,4	3,0	3,1	2,7	2,7	2,6	2,4	4,3	3,3	2,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,4	-0,9	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	0,2	-1,3	-1,4
Saldo fiskalne (% PKB)*	-7,1	-7,0	-6,9	-6,4	-6,4	-6,3	-6,0	-6,1	-6,6	-6,4	-6,1
Dług publiczny (% PKB)*	57,4	58,1	58,7	59,2	60,4	61,5	62,5	63,4	55,3	59,2	63,4
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,25	5,00	4,75	4,50	4,50	4,25	4,00	5,75	4,75	4,00

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), *ESA2010, *dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

(0). Założenia dotyczące polityki celnej: A co jeśli D.Trump przywróci cła wzajemne?

Administracja D.Trumpa podtrzymuje, że w razie fiaska rozmów „zero-for-zero” 9 lipca 2025 podniesie cła na cały import z UE do 50% z obecnych 10%. Tak zdecydowana eskalacja skutkowałaby pełnoskalową wojną handlową o poważnych konsekwencjach po obu stronach Atlantyku oraz dezaktualizacją obecnych prognoz. Jako scenariusz bazowy w Kwartalniku przyjęliśmy utrzymanie obecnej stawki celnej 10% na wszystkie towary (z kilkoma wyjątkami). By przygotować się na inne warianty, przeanalizowaliśmy skutki dwóch skrajnych scenariuszy: (1) wzrostu ceł do 50% oraz (2) całkowitego zniesienia ceł.

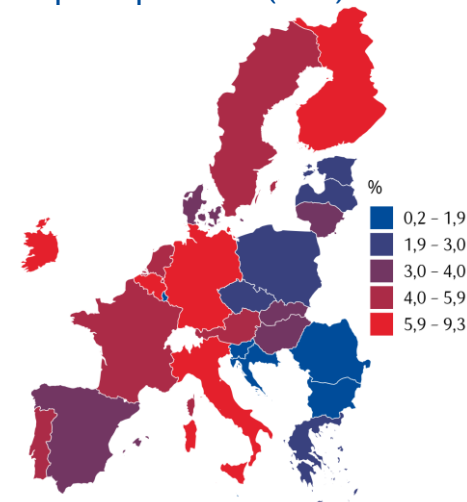
Nasze szacunki wskazują, że podniesienie efektywnej stawki celnej w USA o 1 pp obniża import tej gospodarki o 4%*. Nałożenie 50% cła na UE, nawet przy malejącej elastyczności w obliczu tak dużego szoku, ograniczyłaby unijny eksport do USA aż o 56%**. Już sama groźba ceł na poziomie 20% skutkowała obniżeniem przez KE prognozy wzrostu PKB strefy euro w 2025 o 0,4pp. Stawka 50% zabrałaby kolejne 0,7pp i zepchnęłaby gospodarkę na próg stagnacji. UE szykuje dla USA symetryczną odpowiedź, obejmując „listę 95 mld EUR”, reaktywację wcześniejszych taryf, ograniczenia wywozowe oraz regulacje krępujące firmy z USA. Reakcja odwetowa UE, choć wydaje się konieczna, pogłębi straty.

Stany Zjednoczone również odczują negatywne skutki. Gospodarka poniesie koszt wyższej inflacji, ponieważ UE dostarcza na rynek amerykański znaczną część leków, samochodów klasy premium, maszyn, chemikaliów, a także wiele komponentów. Wzrost ich cen obniży dobrobyt konsumentów i podniesie koszty produkcji, zmniejszając tym samym konkurencyjność. Cła odwetowe UE mogłyby ograniczyć amerykański eksport na jej rynek o 20–30%, co wywrze presję na miejsca pracy, przede wszystkim w rolnictwie, przemyśle lotniczym oraz sektorze wysokich technologii. Analizy (przeskalowane do 50% ceł) pokazują, że w wyniku wyższych taryf obowiązujących od 2h25 wzrost PKB w 2025 zostanie obniżony o 0,1–0,2pp. Największe straty mają jednak ujawnić się w kolejnych dwóch latach, sięgając do 0,5–0,8%. Dodatkowym obciążeniem będą wyższe stopy procentowe utrzymywane przez Fed w odpowiedzi na rosnącą inflację, które będą działać ograniczająco na potencjał inwestycyjny. Jedynymi pozytywnymi skutkami wyższych ceł będą wyższe dochody podatkowe oraz ochrona wewnętrznych producentów. Jednak łączny bilans wpływu ceł na gospodarkę USA będzie jednoznacznie negatywny.

Macierz powiązań handlowych potwierdza, że USA pełnią rolę globalnego hubu, spadek ich popytu silnie obniża produkcję światową (w tym UE) niż analogiczny wstrząs w innym kraju. W praktyce każda znacząca redukcja zakupów przez amerykańskich importerów szybko rozchodzi się po świecie przez sieć dostaw, uruchamiając efekt domina od dóbr konsumpcyjnych po zaawansowane komponenty. Powiązania usługi-logistyka, finansowanie handlu, licencje technologiczne potęgują ten mechanizm. UE jest zatem bardziej zależna od importu z USA niż USA od importu z UE, co potwierdza również wskaźnik FIR. To zwiększa asymetrię kosztów i ogranicza zdolność do szybkiego zastąpienia amerykańskiego rynku.

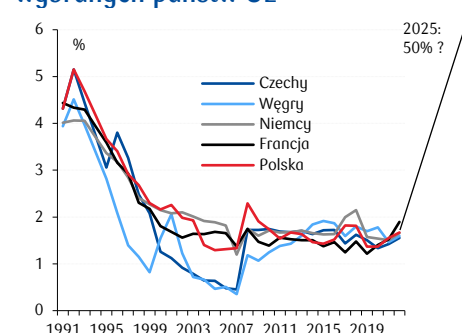
Dla Polski, dzięki niskiej ekspozycji na amerykański rynek, bezpośrednie skutki wzrostu ceł powinny być bardziej umiarkowane. Głównym kanałem oddziaływania będzie spadek popytu w strefie euro oraz wpływ rynków finansowych. Nasze symulacje*** wskazują, że cło 50% (obowiązujące od 2h25) obniżyłoby krajowy wzrost PKB w 2025 o 0,2pp, a w horyzoncie kilku lat skumulowany poziom PKB byłby niższy o nie więcej niż 2%. Niższy popyt zewnętrzny sprzyjałby dezinflacji, lecz ewentualne środki odwetowe mogłyby ten efekt neutralizować. Kierunek zmian CPI pozostaje więc nieokreślony. Słabsza koniunktura sugeruje niższe stopy procentowe niż w scenariuszu bazowym, ale wzrost globalnej niepewności zapewne skłoniłby RPP do utrzymania ostrożnej postawy. Choć negatywnym skutkom ceł można byłoby przeciwdziałać ekspansją fiskalną, zbliżająca się konieczna konsolidacja ogranicza do niej przestrzeń, pozostawiając pole manewru polityki budżetowej praktycznie wyczerpane.

Udział eksportu do USA w całkowitym eksporcie państw UE (2024)



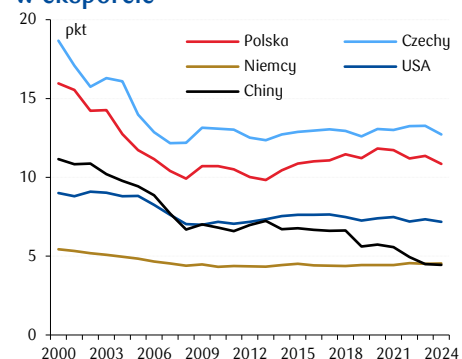
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Efektywne stawki celne USA wobec wybranych państw UE



Źródło: WITS World Bank, PKO Bank Polski.

Stopień koncentracji rynków zbytu w eksporcie*



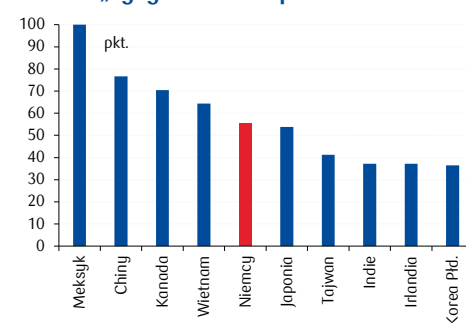
Źródło: IMF data, PKO Bank Polski. *Indeks Herfindahl-Hirschman, obrazujący skupienie kierunków eksportu – im wyżej, tym mniej dywersyfikacji.

Spadek handlu USA-UE byłby dla UE bolesny, ale przejściowo. Wysoka dywersyfikacja eksportu UE działa jak poduszka bezpieczeństwa, pozwalając przekierowywać towary do nowych odbiorców i zacieśniać alternatywne relacje. Może to pozwolić UE ominąć w długim okresie negatywne skutki ceł, a nawet osiągnąć z tego tytułu zyski z dodatkowej produkcji. Szczególnie **Polska w ostatnich latach wyraźnie poprawiła w tym zakresie swoją pozycję, zyskując znaczenie w globalnych łańcuchach wartości.** Skutki dla USA wydają się delikatnie mniej dotkliwe w bezpośrednim efekcie, jednak długookresowo „wojenna” polityka handlowa USA będzie bardzo szkodliwa. Stany Zjednoczone prowadzą wojnę handlową nie tylko z UE, ale z całym światem, co tworzy przewagę dla Starego Kontynentu, polegającą na ułatwionej drodze znalezienia nowych odbiorców. **Dodatkowo, USA będą dotknięte innymi negatywnymi skutkami o działaniu długofalowym** - spowolnieniem transferu technologii i wspólnych projektów R&D z europejskimi uczelniami, motywacją firm do omijania barier poprzez inwestycje w Kanadzie/Meksyku, erozją wiarygodności USA w WTO.

Scenariuszem, który byłby dla wszystkich korzystny byłoby zniesienie ceł w handlu towarami między UE-USA, które otworzyłyby szeroki most dla wymiany. Natychmiast obniżyłoby to ceny komponentów, leków i żywności, dając konsumentom oddech w budżetach domowych, a firmom tańsze wejście na rynek partnera. Łańcuchy dostaw odzyskałyby przewidywalność, skłaniając do większych inwestycji w produkcję, badania i logistykę. Swobodny przepływ towarów ułatwiłby transatlantycznym start-upom skalowanie innowacji, od baterii po biotechnologię, i stworzył nowe, dobrze płatne miejsca pracy. **Brak barier celnych złagodziłby napięcia polityczne, umacniając współpracę w kwestiach klimatu, bezpieczeństwa i standardów technicznych.** Sygnał stabilności przyciągnie inwestorów, wspierając wzrost i innowacje po obu stronach Atlantyku. Konsumentom zyskają wybór i niższe ceny technologii, a firmy łatwiejszy dostęp do części i rynków, co wzmocni konkurencję.

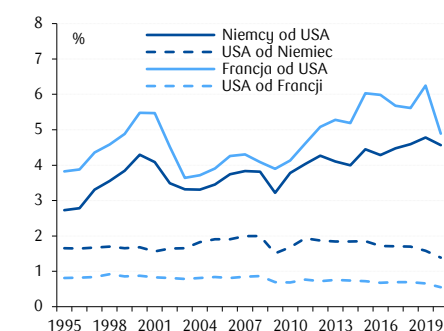
Jeśli jednak rozmowy zakończą się fiaskiem, już od lipca globalna gospodarka wkroczy na ścieżkę słabszych prognoz wzrostu i podwyższonej niepewności. **Najdotkliwszy cios spadnie na strefę euro, gdzie kumulacja słabnącego popytu zewnętrznego i rosnących kosztów importu może zamrozić ożywienie na kilka kwartałów.** Stany Zjednoczone, choć dysponują głębszym rynkiem wewnętrznym, zapłacą wyższą inflacją i wyhamowaniem zatrudnienia w branżach eksportowych, co ostatecznie podkopie dynamikę PKB. Główne negatywne skutki będą jednak odczuwalne w długim okresie. **Polska oraz pozostałe gospodarki EŚW, dzięki skromniejszej ekspozycji na handel transatlantyczny, odczują skutki łagodniej, lecz spadek zamówień z Niemiec i pogorszenie nastrojów inwestorów rozleją się na region przez kanały finansowe i łańcuchy dostaw.** Z perspektywy całej Europy każdy kolejny negatywny impuls przybliży ryzyko zakotwiczenia się stagnacji, odsuwając powrót do trwałej ścieżki wzrostu i utrudniając realizację kluczowych reform.

Indeks „ryzyka D.Trumpa”



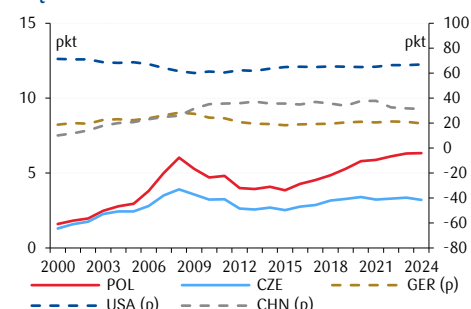
Źródło: The Economist Intelligence Unit, PKO Bank Polski.

Zależność od importu zagranicznego (foreign input reliance, FIR) w przetwórstwie między Francją, Niemcami a USA



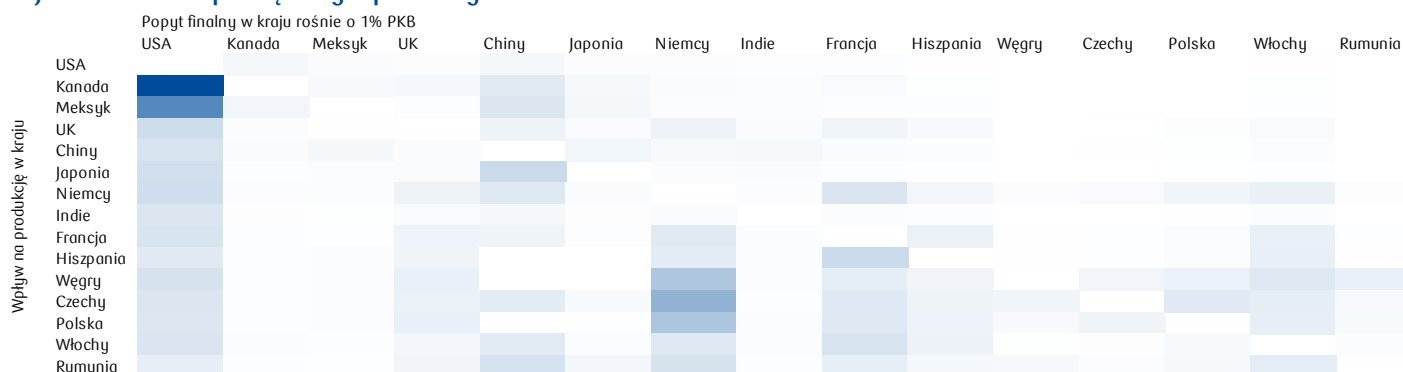
Źródło: OECD TIVA, PKO Bank Polski.

Siła powiązań eksportu z globalnymi węzłami handlu**



Źródło: MFW, PKO Bank Polski. **Indeks eigenvector centrality, który wskazuje jak mocno eksport łączy się z głównymi hubami światowego handlu.

Wzajemna macierz powiązań gospodarczych



Źródło: FIGARO, PKO Bank Polski. *Według szacunków z modelu panelowego VECM i zgodnie z szacunkami [innymi](#); **Inne [analizy](#) wskazują na podobny wynik; ***Z wykorzystaniem bazy FIGARO i macierzy Leontiefa.

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Nieprzewidywalna polityka administracji D.Trumpa wyrzuciła zastany porządek, zarówno w kraju, jak i za granicą. Nastroje w strefie euro pozostają jednak relatywnie dobre, m.in. za sprawą silniejszego ożywienia w 1q25 oraz nadziei na pobudzenie niemieckiej gospodarki. W USA obawy przed wzrostem ceł stymulują import (czego konsekwencją była ujemna dynamika PKB za 1q25, $-0,2\%$ q/q saar), podbijają oczekiwania inflacyjne konsumentów (oczekiwana inflacja za 12m wynosi ponad 5%, po tym jak w maju sięgnęła 6,6%, najwięcej od 1981), a w Rezerwie Federalnej rodzą niepokój o wzrost inflacji w krótkim terminie. Inflacja w strefie euro dalej się obniża (w maju wyniosła 1,9% r/r), co sprzyja łagodzeniu polityki pieniężnej EBC. Chińska gospodarka w 1q25 utrzymała wysokie tempo wzrostu PKB (5,4% r/r), m.in. za sprawą ożywienia eksportu przed wzrostem ceł. Presja inflacyjna pozostaje niska, inflacja oscyluje wokół zera, a priorytetem rządu jest pobudzenie słabego popytu krajowego, gdy większość gospodarstw domowych woli oszczędzać niż wydawać. Globalną niepewność podnosi dodatkowo atak Izraela i USA na Iran, co może wpływać na ceny surowców energetycznych i podbijać ścieżkę inflacji.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W scenariuszu bazowym zakładamy deeskalację sporów handlowych, a w szczególności, że podstawowa stawka celna USA na import z UE pozostanie na poziomie maksymalnie 10%. Scenariusz negatywny, zakładający wzrost amerykańskich ceł do 50% po okresie 90-dniowego, częściowego zawieszenia opisaliśmy w [sekcji specjalnej](#). Obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB w USA w 2025 (o 0,2pp), m.in. za sprawą rozczarującego 1q25. Hamowanie wzrostu gospodarczego (względem 2024) będzie wynikać z pogorszenia salda handlowego, przy prawdopodobnym osłabieniu konsumpcji i bardziej uporczywej inflacji CPI. Nasza prognoza wzrostu PKB w strefie euro nie zmieniła się (1,1% w 2025 i 2026), jednak postęp dezinflacji skłonił nas do obniżenia prognozy inflacji HICP w 2025. Niemiecki pakiet fiskalny będzie oddziaływać na PKB strefy euro stopniowo, na przestrzeni lat przynosząc ewolucję, a nie rewolucję. Utrzymujemy prognozę solidnego wzrostu w Chinach, przy założeniu, że możliwe spowolnienie dynamiki eksportu zostanie zrekomensowane wzrostem konsumpcji.

Oczekujemy, że Fed wróci do obniżek stóp w 3q25, a EBC dokona jeszcze jednej, po czym zakończy cykl. EBC sygnalizuje, że luzowanie zbliża się do końca, natomiast Fed wstrzymuje się z decyzjami do czasu wykrystalizowania się polityki handlowej USA i jej wpływu na gospodarkę. W scenariuszu bazowym zakładamy, że do końca 2025 Fed obniży stopy o 50pb, a następnie o kolejne 50pb w 2026, zaś w strefie euro stopa depozytowa zatrzyma się na 1,75% i pozostanie tam na dłużej.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

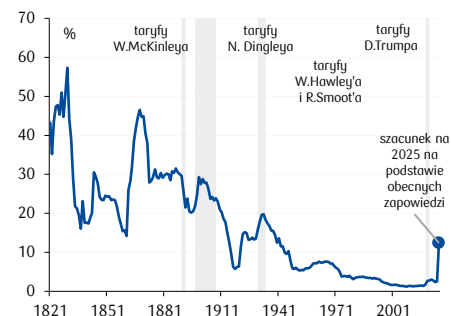
Głównymi źródłami niepewności są: (1) polityka celna USA; (2) konflikty zbrojne, w szczególności wojna USA i Izraela z Iranem; (3) tempo wdrażania decyzji w zakresie pakietu wydatków inwestycyjnych w Niemczech.

Otoczenie zewnętrzne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	1,5	1,1	0,8	0,8	0,7	1,0	1,3	1,5	0,8	1,1	1,1
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	2,3	2,1	2,0	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,4	2,1	2,0
Strefa euro: Stopa depozytowa EBC (%)	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	3,00	1,75	1,75
USA: Realny PKB (% q/q saar)	-0,2	1,4	0,8	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0	2,8	1,4	1,5
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,7	2,6	3,3	3,3	3,1	3,0	2,8	2,7	3,0	3,0	2,3
USA: Stopa procentowa fed funds(%)	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	4,50	4,00	3,50
Chiny: Realny PKB (% r/r)	5,4	4,9	4,4	4,0	3,8	4,1	4,3	4,3	5,0	4,5	4,2
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,8	0,7	0,7	0,8	0,2	0,1	0,8

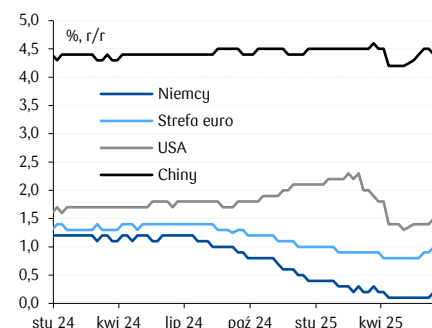
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Efektywna stawka celna w USA



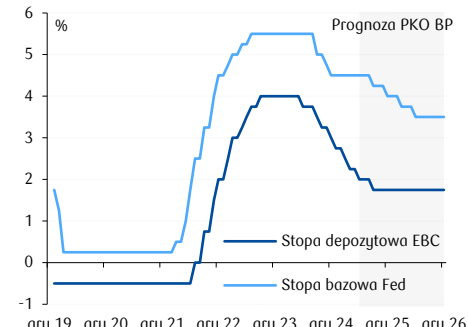
Źródło: Tax Foundation, PKO Bank Polski.
Uwaga: Obszary zacienione oznaczają okresy recesji.

Ewolucja prognoz wzrostu PKB w 2025



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

W 1q25 wzrost PKB spowolnił tylko nieznacznie, tak jak zapowiadaliśmy. Od publikacji ostatniego [Kwartalnika](#) nie obyło się jednak bez zaskoczeń. Niespodziankę sprawiły m.in. rewizja w górę danych o PKB za 2h24 z korektą w dół dynamiki inwestycji (o ponad 8pp w 4q24), a następnie spektakularne odbicie nakładów na środki trwałe w 1q25, mimo spadku inwestycji prywatnych.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Istotne zawirowania w globalnej gospodarce widoczne w ostatnim kwartale nie zmieniły istotnie naszego scenariusza PKB. Nadal zakładamy przyspieszenie wzrostu w 2025 i 2026. Ważnym motorem wzrostu pozostanie konsumpcja, która w br. zwiększy dynamikę PKB o 1,9pp, a w 2026 o 2pp. Warto jednak zastrzec, że w 1q25 dynamika spożycia pozostała niższa od wzrostu dochodów, co w połączeniu ze schłodzeniem rynku pracy wskazuje na słabszą odbudowę skłonności do konsumpcji. Niepewność w drugą stronę (na rzecz silniejszej konsumpcji) generują ewentualne zmiany podatkowe. Przykładowo, dyskutowany wzrost kwoty wolnej od podatku do 60 tys. PLN podbijałby wg naszego szacunku dynamikę PKB o 0,5pp.

Podtrzymujemy założenie, że najsilniejsza poprawa obejmie inwestycje, które na przełomie 2025-2026 będą rosnąć w tempie dwucyfrowym, podbijając dynamikę PKB w latach 2025-2026 o ok. 1,5pp. Wzrost inwestycji to efekt realizacji wieloletnich projektów infrastrukturalnych, wspierany m.in. napływem środków z KPO (zakładamy, że szczyt wydatkowania będzie dość równomiernie rozłożony na lata 2025-2026, z ryzykiem przesunięcia w kierunku 2026). Potrzeby transformacyjne zestawione z poprawą wyników finansowych firm powinny zapoczątkować także ożywienie inwestycji prywatnych niezwiązanych ze środkami UE. W 2025 eksport netto odejmie od dynamiki PKB ok. 1,1pp., ale w 2026 jego wkład powinien być już neutralny. Wzrost gospodarczy partnerów handlowych pozostaje słaby i istotnie nie przyspieszy w br. Ponadto, ograniczająco na eksport może oddziaływać wzrost ceł (w scenariuszu pesymistycznym może zmniejszyć wzrost PKB Polski o 0,2pp) oraz mocny złoty. Ożywienie popytu wewnętrznego, w tym inwestycji, będzie z kolei generować silny wzrost importu.

Rewizja danych GUS za 2024 i utrzymująca się niepewność co do aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki skłoniły nas przed miesiącem do obniżenia nieznacznie (o 0,2pp) prognozy wzrostu PKB na 2025 do 3,3%. Nadal przewidujemy, że w 2026 wzrost PKB przyspieszy do 3,5%.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

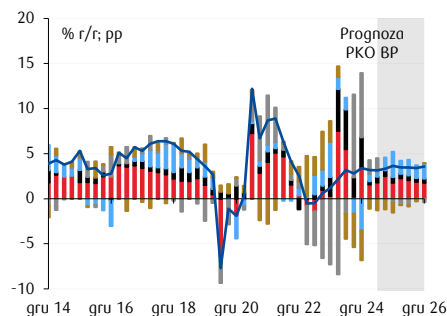
Głównymi źródłami niepewności są: (1) przebieg wojen handlowych; (2) dochody gospodarstw domowych (w tym rozwiązania dot. kwoty wolnej od podatku) i stopa oszczędności; (3) nadmiernie restrykcyjna polityka monetarna w Polsce; (4) przebieg i skutki wojny w Ukrainie; (5) tempo i efektywność wykorzystania KPO.

Sfera realna

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Realny PKB (% r/r)	3,2	3,2	3,3	3,6	3,5	3,5	3,4	3,6	2,9	3,3	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	4,3	4,5	4,4	4,7	3,5	3,6	3,5	3,5	4,0	4,5	3,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,5	3,1	4,3	3,6	3,7	3,5	3,2	3,6	3,1	3,4	3,5
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	2,8	3,0	4,5	5,2	4,2	4,3	3,7	3,9	2,9	3,9	4,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,3	3,7	9,1	12,7	11,0	10,9	8,5	7,0	-2,2	8,7	8,9
Publiczne [‡] (% r/r)	31,2	9,7	15,8	22,3	15,4	14,3	10,0	8,8	3,3	19,8	12,1
Prywatne [‡] (% r/r)	-1,8	-1,3	6,6	10,0	10,5	9,6	4,6	0,9	-1,5	3,4	6,4
Zapasy (pkt. proc.)	1,5	1,5	-0,1	-0,4	-0,7	-0,7	-0,2	-0,4	1,1	0,6	-0,5
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,1	-1,3	-1,1	-1,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	-1,1	0,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,1	1,3	2,4	3,4	4,3	4,2	5,9	3,2	1,1	1,8	4,4
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,0	3,1	3,3
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,6	-0,4	-0,2

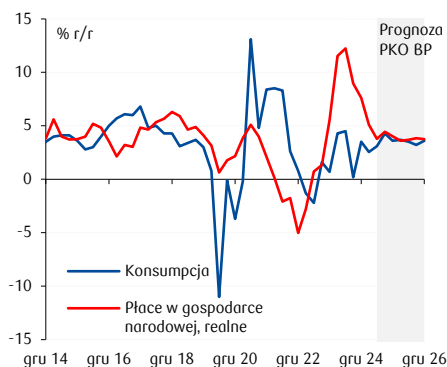
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [‡]szacunki własne.

Struktura wzrostu PKB



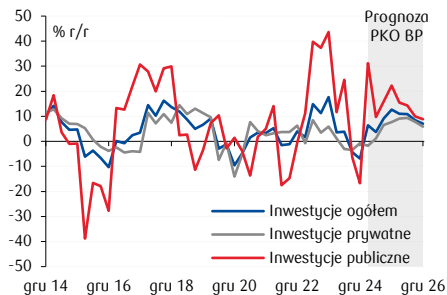
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Konsumpcja na tle płac realnych



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Popyt inwestycyjny



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Rynek pracy rozczarowuje, nie dostarczając sygnałów długo oczekiwanego ożywienia. Zatrudnienie dalej spada w ujęciu rocznym, a popyt na pracę w 1q25 był wyraźnie niższy niż przed rokiem. Liczba wakatów obniżyła się o blisko 10% r/r, w tym najsilniej w przypadku branży transportowej (o ok. 40% r/r), co mogło wynikać z podwyższonej niepewności dotyczącej międzynarodowej wymiany handlowej w obliczu wojen celnych. Liczba wakatów przypadająca na jednego bezrobotnego jest najniższa od początku 2021. Zamrożona dotychczas stopa bezrobocia BAEL, w 1q25 wzrosła silniej od oczekiwań, do 3,4%, choć pozostaje historycznie niska. W przepływach na rynku pracy zaobserwować można jednak mniejszą skłonność pracowników do zmiany miejsca zatrudnienia. Ostatnie dane pokazały również dwucyfrowy i najsilniejszy od początku 2021 wzrost (r/r) liczby bezrobotnych zwolnionych z przyczyn zakładu pracy. Przy ograniczonym popycie na pracę, wzrost płac spowalnia, choć droga hamowania jest dość wyboista.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W horyzoncie prognozy spodziewamy się dalszego hamowania dynamiki wynagrodzeń i niskiej stopy bezrobocia, choć prognozy dla obu tych zmiennych zrewidowaliśmy w górę względem poprzedniego [Kwartalnika](#). Skala wzrostu płac w gospodarce narodowej w 1q25 była o blisko 2pp wyższa od naszych oczekiwań, a wiosna przyniosła wyhamowanie trendu spadkowego impetu płac w sektorze przedsiębiorstw. W efekcie zakładamy, że średni wzrost wynagrodzeń w 2025 przebiegnie poziom 8%, a w 2026 znajdzie się w przedziale 6-7%. Hamowanie dynamiki płac w przyszłym roku będzie wspierane przez zaproponowany przez rząd najniższy od 2005 wzrost płacy minimalnej na poziomie 3% (wysokość płacy minimalnej musi zostać ogłoszona do 15 września). W tym samym tempie mają wzrosnąć wynagrodzenia w sferze budżetowej. Oprócz czynników regulacyjnych, presję płacową po stronie pracowników będzie tłumić ograniczony popyt na pracę.

Dane o przepływach na rynku pracy sugerują, że dotychczasowe bufora ograniczające wzrost liczby bezrobotnych (m.in. redukcja etatów po osobach wycofujących się z rynku pracy) zaczęły się wyczerpywać, co skłoniło nas do nieznacznej rewizji w górę prognozy stopy bezrobocia. Niewykluczone, że większa ostrożność firm w odniesieniu do polityki kadrowej wynika z podwyższonej globalnej niepewności. Krajowa koniunktura powinna jednak wspierać odbudowę popytu na pracę. Zakładamy, że wzrost zatrudnienia możemy zobaczyć najwcześniej pod koniec 2025 oraz w dalszym horyzoncie prognozy, choć jego skala będzie ograniczana przez malejącą podaż pracy.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

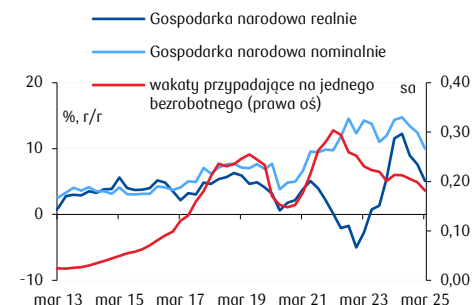
Główne źródła niepewności to: (1) ostateczna skala wzrostu płacy minimalnej w 2026; (2) skala migracji (w tym kierunek przepływów w przypadku pokoju na Ukrainie); (3) wrażliwość stopy aktywności zawodowej na poprawę koniunktury.

Rynek pracy

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	-0,9	-0,8	-0,6	-0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	-0,4	-0,6	0,4
Pracujący BAEL (% r/r)	-0,8	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,4	-0,4	0,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,3	4,9	4,8	4,9	5,0	4,7	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,4	2,9	2,9	2,8	3,3	2,8	2,8	2,7	2,9	3,0	2,9
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,2	58,2	58,4	58,3	58,3	58,3	58,3	58,3	58,5	58,3	58,3
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	8,3	8,7	8,1	7,2	7,2	6,8	6,4	6,3	11,2	8,1	6,7
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	10,0	8,8	8,6	7,8	8,0	7,1	6,4	6,2	13,7	8,8	6,9
Wydajność pracy (% r/r)	4,0	3,6	3,5	3,7	3,5	3,4	3,3	3,5	3,4	3,7	3,4
ULC (% r/r)	5,8	5,0	4,9	3,9	4,4	3,5	3,0	2,6	10,1	4,9	3,4

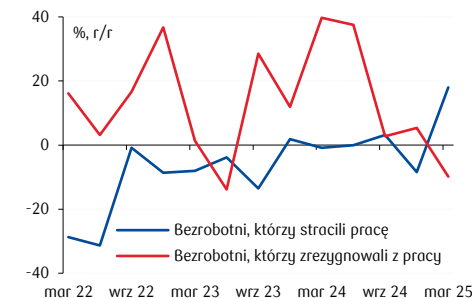
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu.

Dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej na tle wskaźnika równowagi rynku pracy



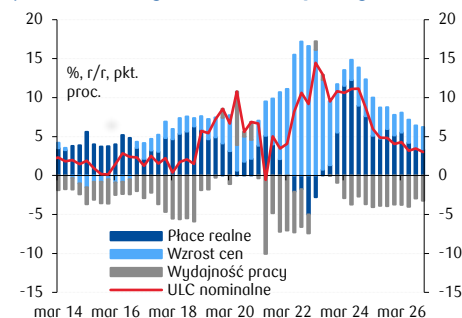
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Wskaźnik równowagi rynku pracy pokazuje liczbę wakatów przypadającą na jednego bezrobotnego.

Dynamika przepływów na rynku pracy według BAEL



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dekompozycja dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC)



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Inflacja CPI w maju spadła do 4,0% r/r, a w 2q25 inflacja powinna przeciętnie wynieść 4,1% r/r, ok. 0,5pp mniej niż oczekiwaliśmy w poprzednim [Kwartalniku](#), głównie za sprawą niższych cen paliw (efekt spadku cen ropy i słabszego dolara) oraz nieco wolniejszego wzrostu cen żywności. Inflacja bazowa w maju spadła do 3,3% r/r, najniższego poziomu od 5 lat, a jej impet istotnie osłabł – zgodnie z naszą prognozą. Deflacja cen producenta (-1,5% r/r w maju) utrzymuje się dłużej niż zakładaliśmy.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Inflacja CPI już w lipcu powinna spaść poniżej 3% r/r i utrzymać się na tym poziomie do końca roku. Spadek inflacji o ok. 1pp będzie wynikał głównie z efektu bazy po ubiegłorocznych podwyżkach cen prądu i gazu. Prognozujemy średnioroczną inflację w 2025 na poziomie 3,6% (wcześniej: 4,0%), a w 2026 na poziomie 2,8%, przy jej stabilizacji w przedziale 2,5-3,5% r/r w całym horyzoncie prognozy. Kluczowe dla tej prognozy są następujące obszary:

- Nośniki energii.** Po powrocie opłaty mocowej od lipca 2025 (wpływ na inflację ogółem: +0,3pp) zakładamy, że rachunek za prąd nie zmieni się do końca roku (wciąż nie zapadły ostateczne decyzje w tym zakresie). Z końcem września przestaną obowiązywać: niewiążące konsumenta taryfy (623 PLN/MWh) i wiążąca konsumenta cena maksymalna (500 PLN/MWh, choć rząd chciałby jej wydłużenia do końca 2025). Oczekujemy, że nowe taryfy URE będą niższe od poprzednich, odzwierciedlając spadek cen na rynku hurtowym, a wysokość rachunku nie zmieni się istotnie. W przypadku gazu, zgodnie z decyzją URE, od lipca 2025 przeciętny rachunek spadnie o 8-11%, co obniży inflację CPI o ok. 0,2pp.
- Ceny paliw.** Przed izraelską agresją na Iran ceny paliw spadały (obawy o globalny popyt). Eskalacja konfliktu (i atak USA) przejściowo odwróciła ten trend i ropa Brent zdrożała o 20% od początku czerwca, by po ogłoszeniu rozejmu wrócić do poziomu sprzed wojny. Mimo tego, niepewność co do cen paliw wzrosła. W bazowym scenariuszu zakładamy, że w kolejnych miesiącach ceny ropy będą stabilne. Szacujemy, że trwały wzrost cen ropy o 10% podniósłby inflację CPI o ok. 0,2-0,4pp r/r, choć ewentualne umocnienie złotego mogłoby ten efekt ograniczyć.
- Ceny żywności.** Wcześniejsze obawy związane z suszą w 2025 nie materializują się, co ogranicza skalę wzrostu cen żywności w 2h25. Inflacja żywnościowa w całym horyzoncie prognozy pozostanie jednak podwyższona.
- Ceny bazowe.** Inflacja bazowa w 2h25 obniży się już tylko nieznacznie, do ok. 3% r/r, a w 2026 do ok. 2,5% r/r. Sprzyjać temu będzie utrzymująca się ujemna luka popytowa i hamująca dynamika płac.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

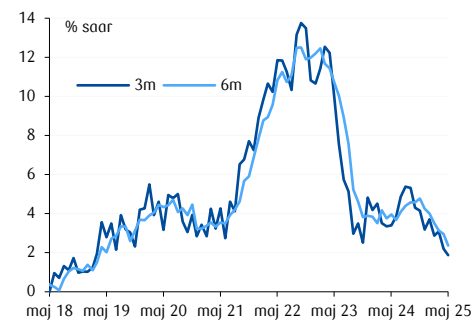
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) decyzje dot. cen energii; (2) notowania złotego i ceny surowców, w tym ropy; (3) geopolityka; (4) wpływ ceł.

Procesy inflacyjne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Inflacja CPI† (% r/r)	4,9	4,1	2,9	2,7	2,6	3,0	2,9	2,9	4,7	2,7	2,9
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,9	4,1	2,7	2,7	2,5	2,9	2,9	2,9	3,6	3,6	2,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,6	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	0,8	1,3	1,1
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,2	0,8	-0,2	-0,1	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	2,1	1,9	1,8	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4	2,5	1,9	1,5
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,6	3,4	3,0	3,1	2,7	2,7	2,6	2,4	4,3	3,3	2,6
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	-1,1	-1,3	0,1	0,0	0,7	1,0	0,6	1,2	-6,7	-0,6	0,9
Deflator PKB (% r/r)	3,6	3,7	3,7	3,5	2,4	3,2	3,1	2,5	3,5	3,6	2,8
ULC (% r/r)	5,8	5,0	4,9	3,9	4,4	3,5	3,0	2,6	10,1	4,9	3,4
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,6	-0,4	-0,2

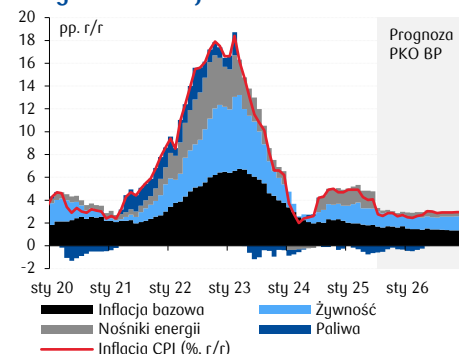
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu.

Zannualizowany impet inflacji bazowej bez żywności i energii



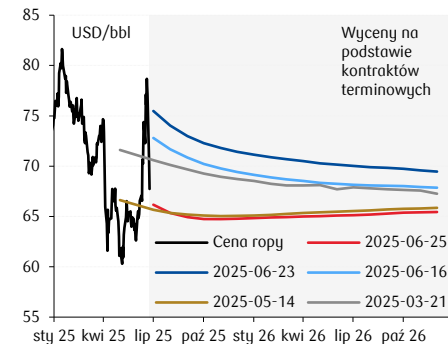
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Prognoza inflacji CPI



Źródło: GUS, Refinitiv PKO Bank Polski.

Cena ropy Brent na tle ścieżki wynikającej z kontraktów terminowych z wybranymi dniami*



Źródło: Macrobond, LSEG, PKO Bank Polski, *cena ropy Brent – dane dzienne.

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Początek 2025 przyniósł dalsze pogorszenie salda rachunku obrotów bieżących. Po kwietniu deficyt rachunku bieżącego wyniósł 0,6% PKB wobec 0,2% PKB nadwyżki w 2024. Tendencje w głównych składowych rachunku bieżącego nie zmieniły się w ciągu ostatnich miesięcy – głównym źródłem pogorszenia salda jest rosnący deficyt towarowy (po kwietniu 1,6% PKB), nadwyżka w usługach lekko się obniża, a jednocześnie coraz mniejszy jest deficyt w dochodach pierwotnych.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

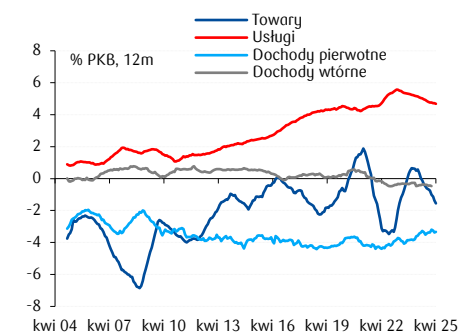
Ponownie obniżyliśmy nasze średnioterminowe prognozy salda rachunku obrotów bieżących – przewidujemy, że deficyt rachunku bieżącego wzrośnie do 1,3% PKB w 2025 i dalej nieznacznie do 1,4% PKB w 2026. Główną przyczyną wzrostu deficytu będzie pogłębiający się deficyt handlowy, który według naszej aktualnej prognozy pod koniec 2025 wyniesie ok. 2% PKB. Ożywienie eksportowe opóźnia się, ze względu na stagnację w gospodarkach głównych partnerów handlowych, globalną niepewność związaną z wojnami handlowymi i niskie inwestycje firm zagranicznych w ostatnich kwartałach. Jednocześnie import rośnie zgodnie z oczekiwaniami, odzwierciedlając solidny popyt konsumpcyjny i importochłonne inwestycje publiczne. W 2025 oczekujemy wzrostu eksportu o 3,2%, a w 2026 przyspieszenia do 4,9%. Prognoza ta odzwierciedla rachityczny, ale przyspieszający wzrost gospodarczy w UE oraz utrzymujące się czynniki ryzyka związane z widmem eskalacji wojny celnej zapoczątkowanej przez D.Trumpa. W Sekcji Specjalnej **podkreślamy odporność polskiej gospodarki na skrajne scenariusze dotyczące ciał** – w tej części warto zwrócić uwagę na dobre wyniki sektora usługowego i kluczowe znaczenie europejskich rynków zbytu dla polskiej wymiany towarowej.

W ostatnich miesiącach napływ FDI do Polski w ujęciu płynnego roku zwiększył się do 2,3% PKB z poniżej 2% na początku roku. Choć oczekujemy poprawy w tym zakresie, to w najbliższym czasie ciężko będzie o powrót do solidnych wyników notowanych w latach 2021-2023. Dane UNCTAD pokazały, że spadkowi napływu FDI do Polski o 55% w 2024 towarzyszył spadek wartości zapowiadanych inwestycji *greenfield* o 37%. Udział Polski w napływie inwestycji do Europy maleje, przy jednoczesnym spadku znaczenia Europy na globalnej mapie FDI. Utrzymująca się nadwyżka na rachunku kapitałowym i wciąż dodatnie saldo FDI sprawiają, że pogorszenie równowagi zewnętrznej nie będzie miało w naszej ocenie negatywnych skutków makroekonomicznych, a deficyt bieżący będzie bezpiecznie finansowany.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

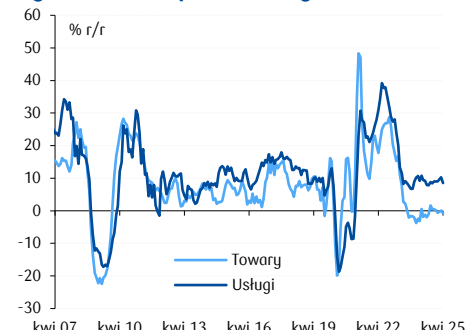
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) kształt polityki handlowej administracji D.Trumpa i jej wpływ na globalne łańcuchy dostaw; (2) przepływy funduszy UE; (3) przepływy FDI; (4) kształtowanie się cen ropy naftowej i kursu złotego.

Główne składowe rachunku obrotów bieżących



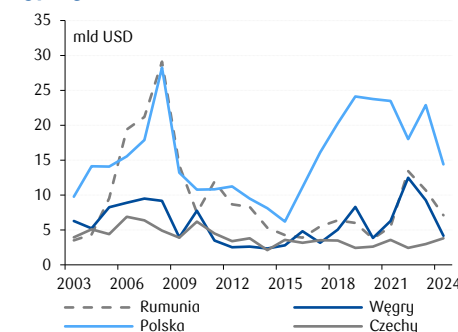
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Dynamika eksportu usług i towarów



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wartość zapowiadanych inwestycji typu *greenfield*



Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski.

Równowaga zewnętrzna

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,4	-0,9	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	0,2	-1,3	-1,4
Bilans handlowy (% PKB)	-1,4	-1,5	-1,7	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-0,8	-1,9	-2,0
Eksport (% r/r)	0,1	5,0	4,7	3,1	3,9	3,9	5,4	6,3	-0,8	3,2	4,9
Import (% r/r)	6,9	6,5	6,4	5,8	4,1	4,8	5,6	6,4	2,6	6,4	5,2
Saldo usług (% PKB)	4,7	4,7	4,7	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,8	4,6	4,7
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,4	-3,5	-3,5	-3,4	-3,3	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-0,7	-0,7
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,5	2,9	2,5	1,4	1,3	1,7	1,9	2,0	4,0	1,4	2,0
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,6	1,7	1,8	2,4	1,9	1,9	1,9	2,0	1,1	2,4	2,0
Zmiana rezerw (% PKB)*	-2,5	-1,5	-0,8	0,3	0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-3,2	0,3	-0,4
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,2	-1,0	-1,0

Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

RPP w maju obniżyła stopy procentowe o 50pb – po zmianie stopa referencyjna wynosi 5,25% i jest najniższa od maja 2022. Ten ruch w niestandardowej skali (od 2010 stopy procentowe w skali większej niż 25pb obniżono zaledwie 7-krotnie) został określony jako dostosowanie i zdaniem Prezesa NBP nie musi oznaczać początku cyklu luzowania. Majową obniżkę umożliwił niższy od marcowej projekcji punkt startowy dla inflacji (w poprzednim [Kwartalniku](#) sygnalizowaliśmy, że projekcja zdezaktualizowała się po rewizji CPI za sty.), dzięki czemu w 3q25 inflacja powróci do szerokiego celu inflacyjnego. NBP odnotował ponadto osłabienie aktywności w gospodarce i wyhamowanie dynamiki wynagrodzeń w marcu.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Obniżka stóp nie przyniosła trwałej zmiany retoryki NBP na bardziej gołębią – już w maju A.Głapiński zasugerował, że „gołębie wróciły do gołębnika”. Po posiedzeniu w czerwcu na pierwszy plan wysunęły się średnioterminowe zagrożenia, a nie pozytywny kształt bieżących procesów inflacyjnych i oczekiwany spadek inflacji do 3,0% r/r w 2h25. Wśród czynników ryzyka Prezes wymienił: (1) brak konsolidacji fiskalnej, (2) prognozowany wzrost relacji długu publicznego do PKB, (3) oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz (4) możliwość wzrostu cen energii dla gospodarstw domowych. W ostatnich dniach niektórzy członkowie RPP jako dodatkowy czynnik ryzyka dla inflacji wymieniali konflikt izraelsko-irański i jego wpływ na ceny ropy naftowej. Wśród powyższych czynników kluczowy dla RPP wydaje się **brak konsolidacji fiskalnej**. Zgodnie z sugestią szefa NBP **może on przeszkodzić kontynuacji cyklu obniżek**. Według naszej prognozy, pomimo utrzymania relatywnie wysokiego deficytu fiskalnego w 2025, saldo strukturalne pierwotne ulegnie nieznacznej poprawie, co w połączeniu z prognozowanym wzrostem realnych stóp procentowych, który nastąpi nawet przy założonych przez nas obniżkach stopy referencyjnej, zaowocuje niekorzystnym dla wzrostu PKB *policy mix*. Uważamy, że utrzymywanie wysokiego deficytu, w sytuacji gdy znaczna jego część jest wydatkowana na importochłonne inwestycje, a przeważające finansowanie pochodzi z kraju, nie będzie się automatycznie przekładać na wyższą inflację. Wskazywane przez NBP ryzyko wzrostu cen energii dla gospodarstw domowych w naszej ocenie nie występuje – rząd już zapowiedział działania osłonowe, jeśli nowe taryfy będą wyższe niż obecny limit cen. **Zakładamy, że w tym roku RPP obniży stopy jeszcze dwukrotnie – po 25pb we wrześniu i listopadzie**, jednak obniżki będą zależne od planów fiskalnych rządu. Łączna skala oczekiwanego luzowania jest zgodna z prognozą z grudniowego Kwartalnika (w marcu zakładaliśmy jeden ruch mniej). W 2026 oczekujemy 3 obniżek po 25pb. Bilans czynników ryzyka jest ponownie przesunięty w górę.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

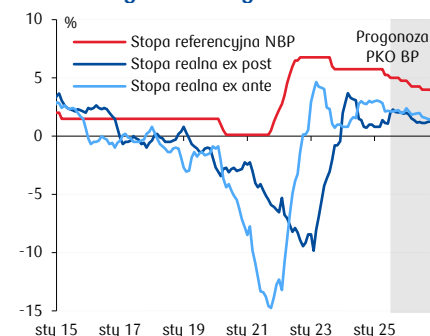
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) kształt polityki fiskalnej; (2) kształtowanie się cen ropy naftowej i żywności; (3) kształtowanie się kursu PLN; (4) zmienna retoryka RPP.

Polityka pieniężna

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Stopa referencyjna (%)	5,75	5,25	5,00	4,75	4,50	4,50	4,25	4,00	5,75	4,75	4,00
Realna st. proc. defl. CPI (%)	0,83	1,18	2,14	2,06	1,88	1,49	1,33	1,06	1,05	2,06	1,06
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	2,15	1,89	1,86	1,61	1,82	1,87	1,75	1,60	1,75	1,61	1,60
Stopa lombardowa (%)	6,25	5,75	5,50	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	6,25	5,25	4,50
Stopa depozytowa (%)	5,25	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	3,75	3,50	5,25	4,25	3,50
Stopa redysk. weksli (%)	5,80	5,30	5,05	4,80	4,55	4,55	4,30	4,05	5,80	4,80	4,05
REER defl. CPI (% r/r)	5,8	6,5	5,0	5,3	2,0	1,0	-0,3	-0,4	7,1	5,6	0,6
Nominalny PKB (% r/r)	6,9	7,0	7,2	7,2	6,0	6,7	6,7	6,2	7,0	7,1	6,4

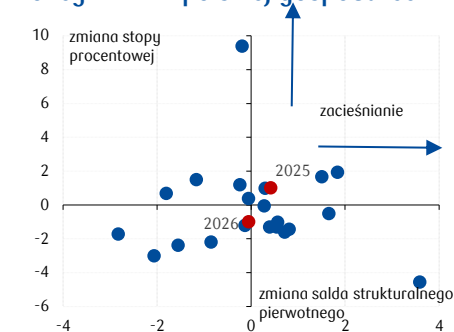
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *realna stopa procentowa liczona ex post

Stopy procentowe NBP w ujęciu nominalnym i realnym



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

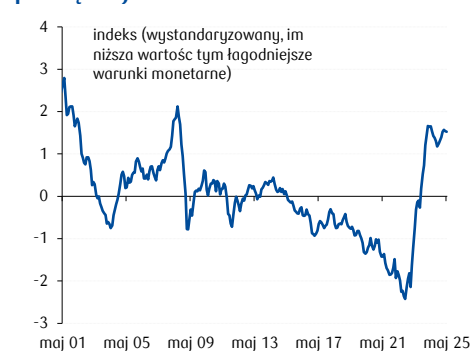
Policy mix* w polskiej gospodarce



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

*zmiana salda strukturalnego pierwotnego oraz realnej stopy procentowej ex post, przy założeniu scenariusza bazowego PKO dla stóp procentowych, inflacji i salda fiskalnego.

Wskaźnik restrykcyjności polityki pieniężnej MCI



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Deficyt fiskalny w 2024 był wyższy od prognoz, a plan konsolidacji fiskalnej już na starcie się zdezaktualizował. Deficyt sektora GG wyniósł 6,6% PKB wobec naszej prognozy 6,3% i założonych przez MF w planie konsolidacji 5,7%. Dług publiczny na koniec 1q25 wzrósł do 57,4% PKB z 55,3% PKB w 2024, notując jeden z najsilniejszych kwartalnych przyrostów. Wzrost był napędzany niemal wyłącznie przez podsektor centralny – dług JST spadł. Finanse samorządów wyraźnie się poprawiły dzięki reformie finansowania. W budżecie zauważalne jest hamowanie wzrostu wpływów z VAT (na koniec maja 8,2% PKB) i akcyzy (mimo wzrostu stawek).

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Deficyt fiskalny w najbliższych latach spadnie, ale skala konsolidacji będzie mniejsza niż zakładało MF w październiku 2024. Prognozujemy, że deficyt obniży się z 6,6% PKB w 2024 do 6,4% w 2025 oraz 6,1% w 2026. W naszej prognozie podstawowymi działaniami redukującymi deficyt są mrożenie progów PIT (0,2-0,3pp PKB rocznie) i wyższe stawki akcyzy (ryzyko w dół). Utrzymujący się wysoki deficyt to efekt trwałego wzrostu wydatków. Jeszcze w poprzedniej dekadzie ich udział w PKB był istotnie niższy od przeciętnej w UE, w 2024 ją przekroczył, a tendencja rosnąca utrzymuje się. Za ekspansją wydatków nie idzie wzrost dochodów. Mimo pogorszenia obrazu krajowych finansów nadal uważamy, że **procedura nadmiernego deficytu w najbliższym czasie nie będzie dla Polski dotkliwa** – rząd zawniósował o klauzulę wyjścia w związku z wydatkami militarnymi, a luźna polityka fiskalna w prawie całej UE ogranicza pole manewru KE wobec Polski.

Istotnym czynnikiem ryzyka dla prognoz fiskalnych jest **kohabitacja rządu z Prezydentem**. To zwiększa prawdopodobieństwo bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej, gdyż rząd obawiając się prezydenckiego weta do kontrowersyjnych reform/ustaw może realizować kosztowne, ale cieszące się ponadpartyjnym poparciem obietnice wyborcze (np. wyższą kwotę wolną od PIT – koszt do 1,5% PKB rocznie; niższa składka zdrowotna). Projekt budżetu na 2026 będzie więc ważnym testem aktualności dotychczasowych planów konsolidacji.

Dług publiczny rośnie zdecydowanie szybciej niż wcześniej zakładaliśmy. Już w 2025 możliwe jest przekroczenie 60% PKB (choć nie jest to nasz scenariusz bazowy). Zrewidowaliśmy prognozy istotnie w górę – **dług wzrośnie z 55,3% PKB w 2024 do ok. 59% PKB w 2025 i ponad 63% PKB w 2026**. Wzrost będzie napędzany nie tylko przez wysoki deficyt, ale także kontrakty zbrojeniowe, zarządzanie płynnością oraz środki pożyczkowe z KPO (łączny efekt do 3,6% PKB). Mimo tego, dług liczony wg definicji konstytucyjnej pozostaje na „bezpiecznym” poziomie – wg nas ok. 51-52% PKB na koniec 2026.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

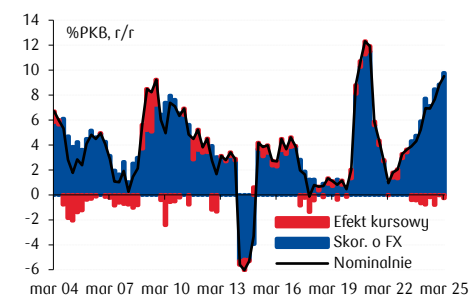
Główne źródła niepewności to: (1) skala wydatków militarnych; (2) niepewność polityczna; (3) zmiany stóp proc. i kursów walutowych, (4) zmiany podatkowe.

Polityka fiskalna†

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,1	-7,0	-6,9	-6,4	-6,4	-6,3	-6,0	-6,1	-6,6	-6,4	-6,1
Dochody (% PKB, ESA2010)	42,7	43,0	43,4	43,8	44,0	44,0	43,9	43,8	42,8	43,8	43,8
ESA2010)	14,3	14,2	14,5	15,2	15,2	15,3	15,2	15,2	14,5	15,2	15,2
Wydatki (% PKB, ESA2010)	49,9	50,0	50,3	50,2	50,4	50,3	49,9	49,9	49,4	50,2	49,9
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,4	2,5	2,6	2,6	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6	2,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,7	-4,5	-4,3	-3,9	-3,8	-3,8	-3,6	-3,8	-4,4	-3,9	-3,8
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,5	-4,3	-4,1	-3,8	-3,7	-3,8	-3,5	-3,8	-4,2	-3,8	-3,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	57,4	58,1	58,7	59,2	60,4	61,5	62,5	63,4	55,3	59,2	63,4
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-6,9	x	x	x	-6,0	-5,8	-6,9	-6,0
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	47,7	x	x	x	51,6	44,3	47,7	51,6

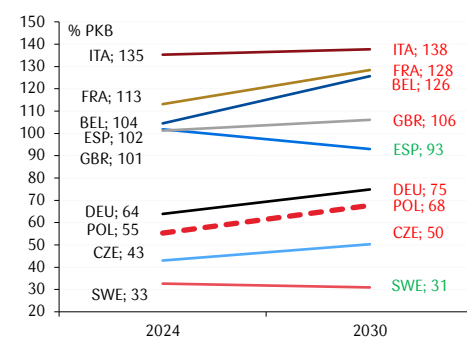
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

Tempo przyrostu długu publicznego (sektor GG)



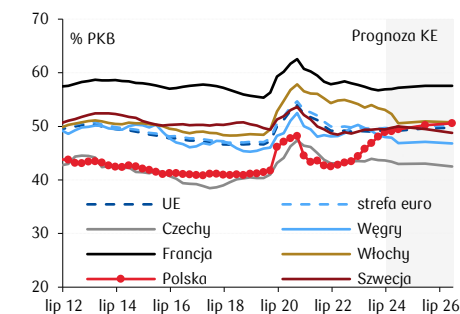
Źródło: MF, Eurostat, Macrobond, PKO Bank Polski.

Prognozy zmiany długu publicznego do 2030 – wg MF



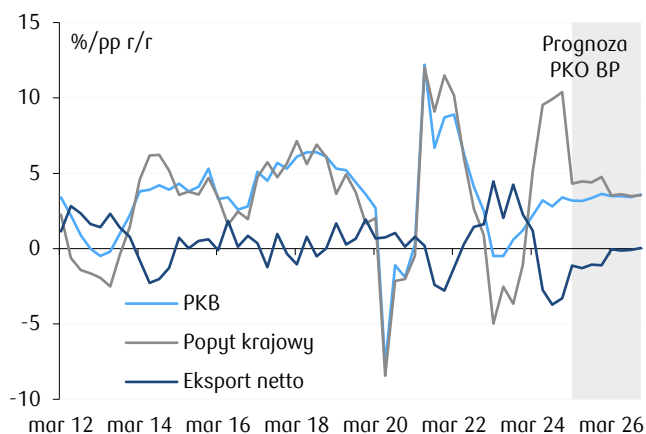
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Wydatki sektora GG w wybranych państwach UE

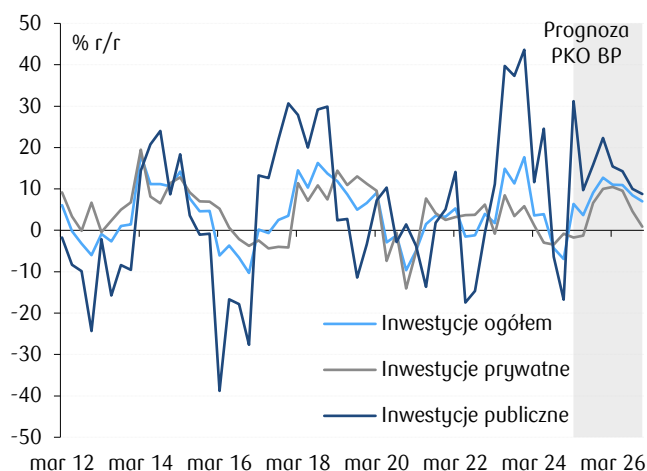


Źródło: Eurostat, Komisja Europejska, PKO Bank Polski. *prognozy na lata 2025 i 2026 pochodzą z bazy AMECO Komisji Europejskiej.

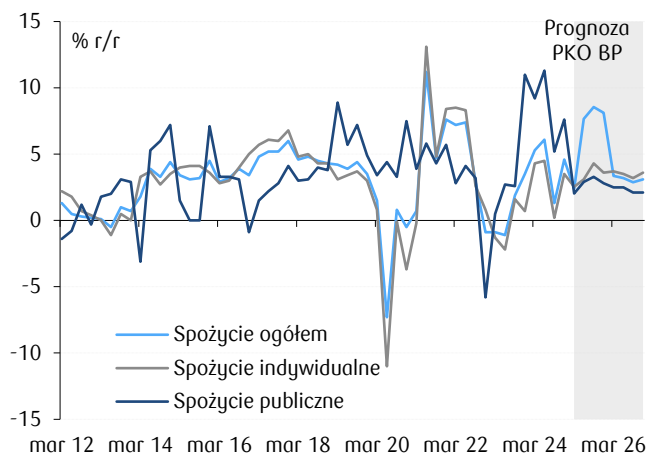
Realny PKB



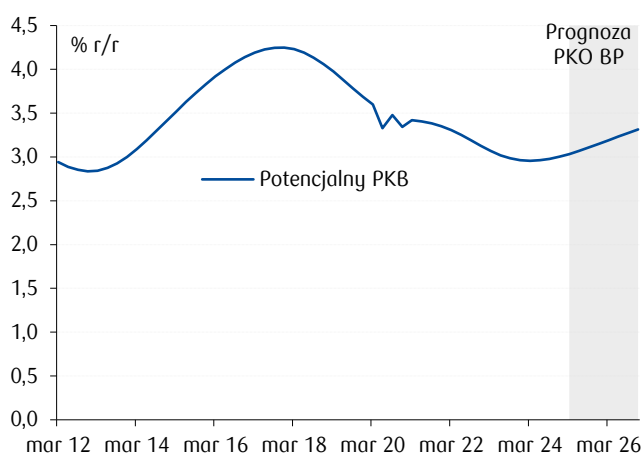
Popyt inwestycyjny



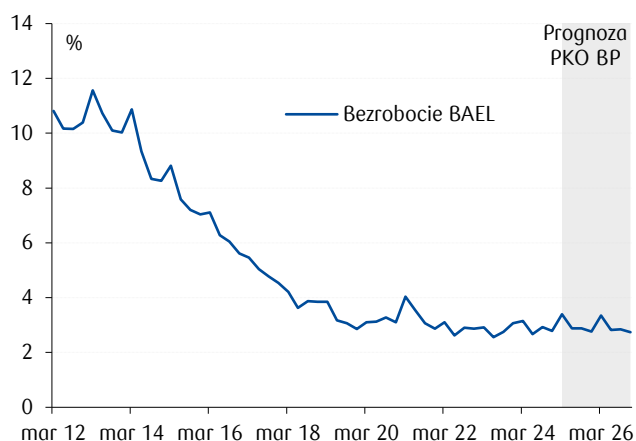
Popyt konsumpcyjny



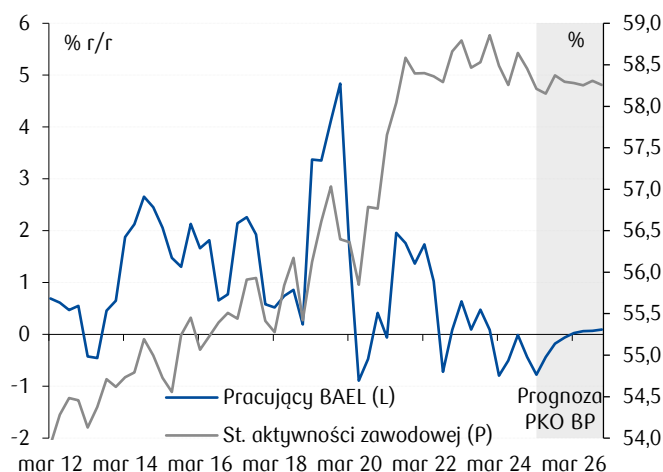
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

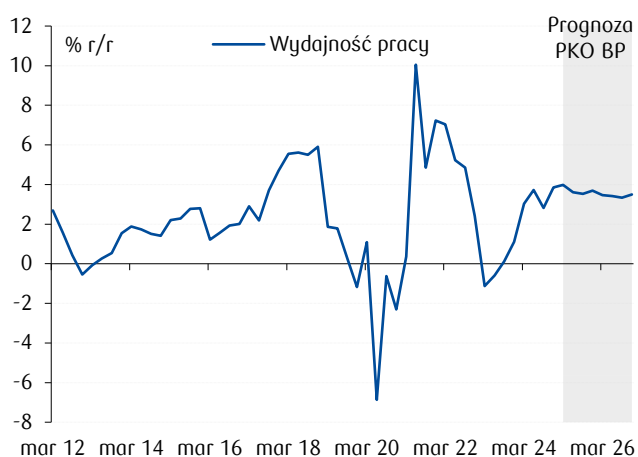


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

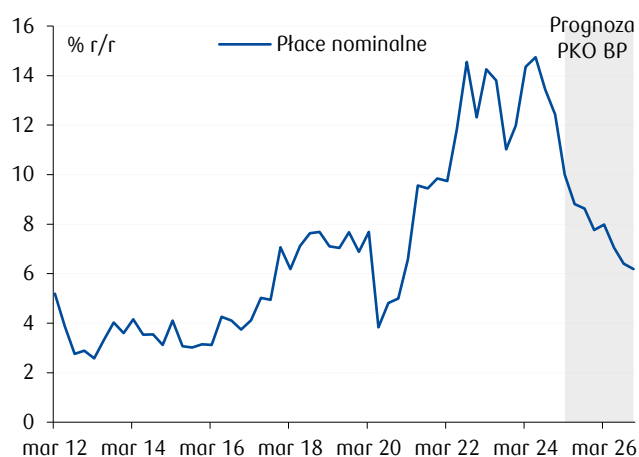


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

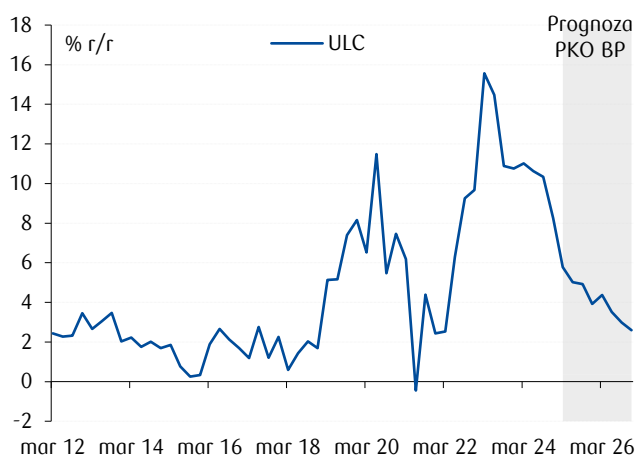
Wydajność pracy*



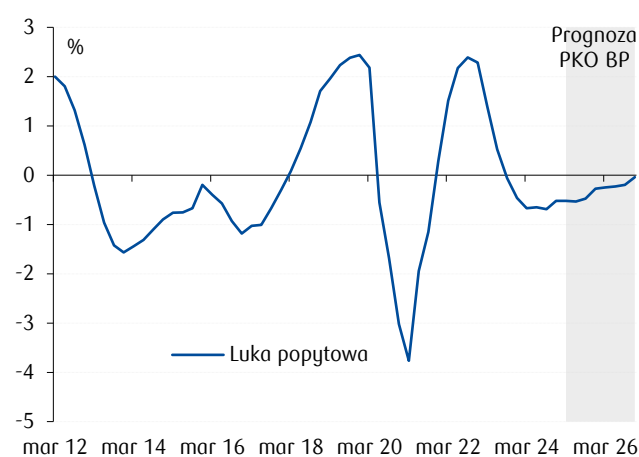
Płace w gospodarce narodowej



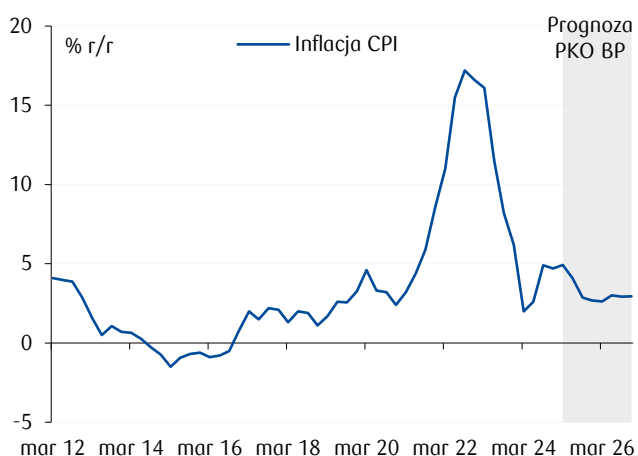
Jednostkowe koszty pracy*



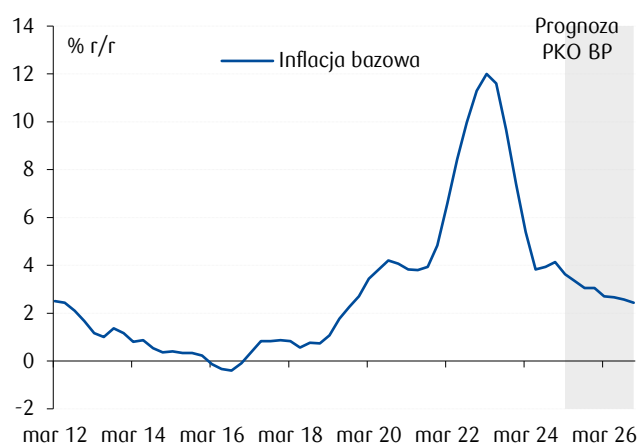
Luka popytowa



Inflacja CPI

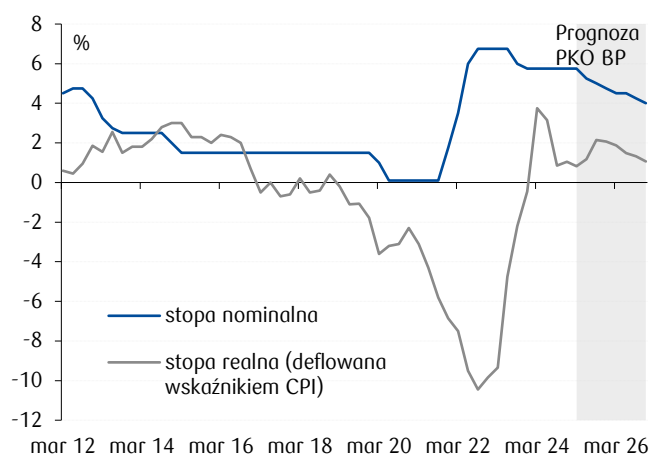


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

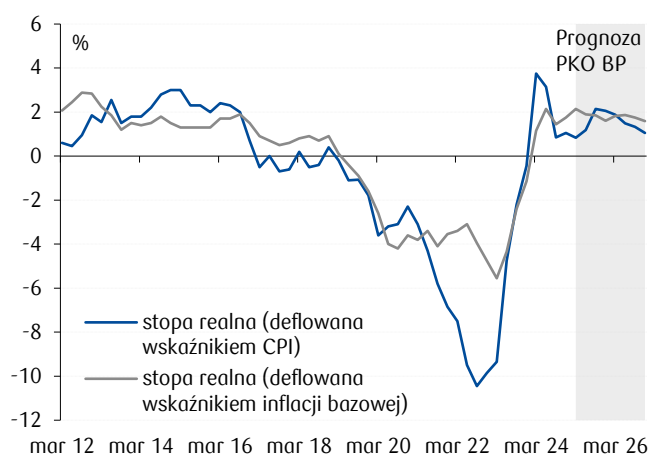


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

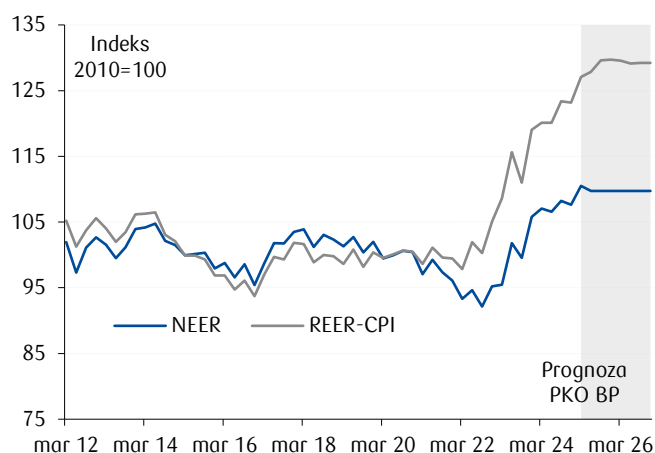
Stopy nominalne vs realne



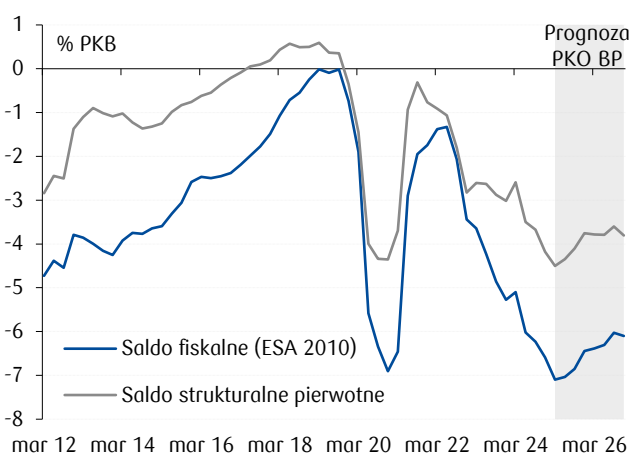
Stopy realne



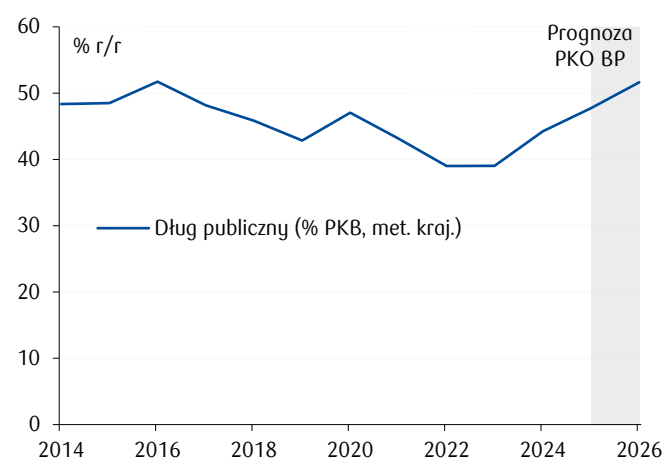
Założenia dotyczące NEER i REER*



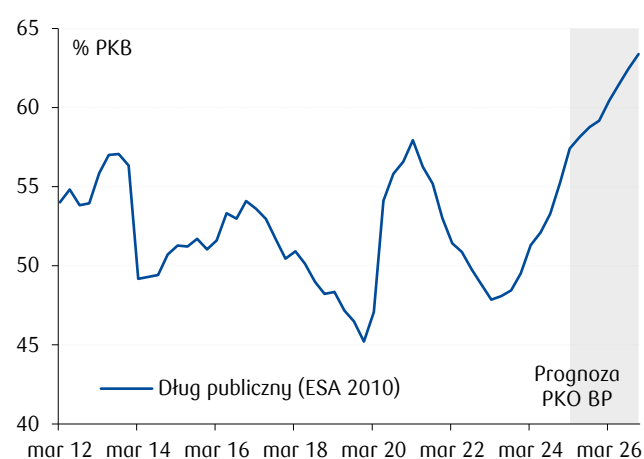
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

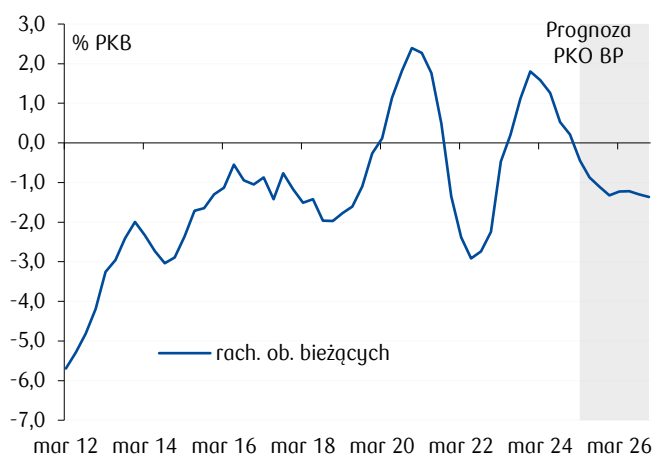


Dług publiczny (ESA 2010)

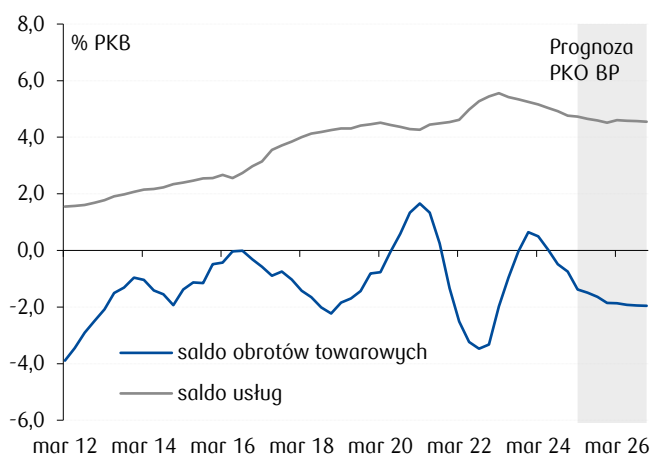


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

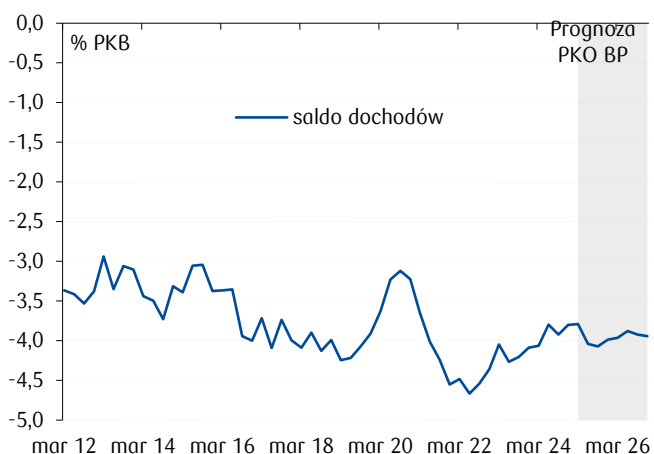
Saldo rachunku obrotów bieżących



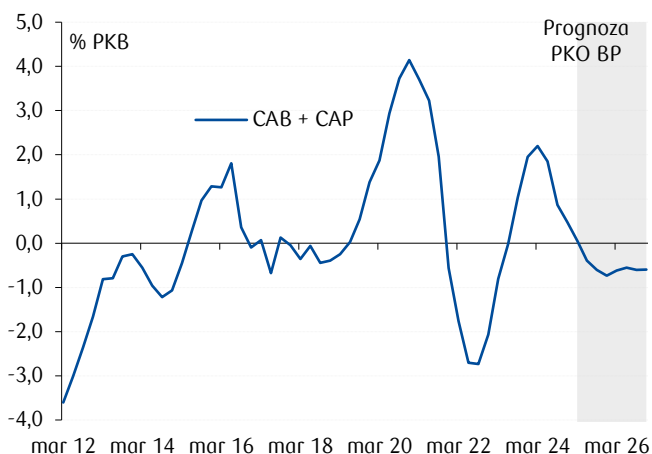
Saldo handlu zagranicznego



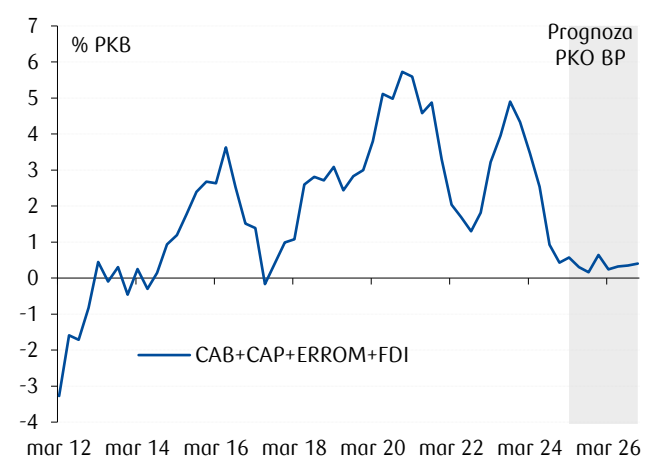
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



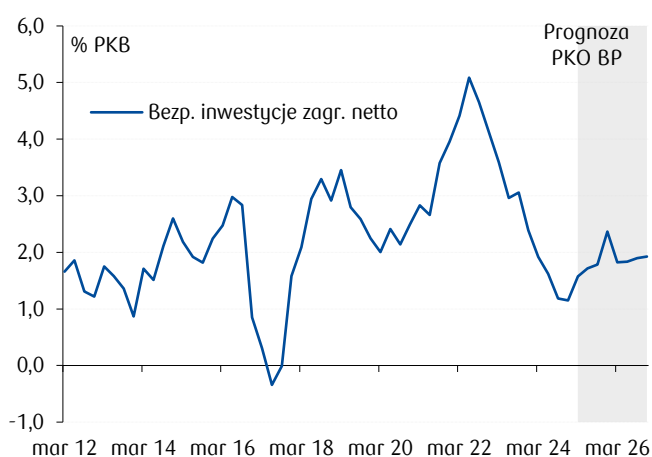
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zagraniczne inwestycje bezpośrednie netto



Źródło: NBP, PKO Bank Polski, *CAB - rachunek obrotów bieżących, FDI - bezpośrednie inwestycje zagraniczne, CAP - rachunek kapitałowy, ERR - błędy i opuszczenia.

Roczne wskaźniki makroekonomiczne dla Polski

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	5,2	6,2	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,9	3,3	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	5,3	6,4	3,4	-2,6	8,1	4,7	-2,4	4,0	4,5	3,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	3,1	3,4	3,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	1,8	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	-2,2	8,7	8,9
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	4,5	5,9	4,5	-1,5	4,7	3,3	2,2	2,9	3,9	4,0
Zapasy (pkt. proc.)	0,8	0,5	-1,1	-1,1	3,4	1,4	-4,6	1,1	0,6	-0,5
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,6	-1,1	-1,1	0,0
Produkt potencjalny (% r/r)	4,2	4,2	3,8	3,4	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1	3,3
Nominalny PKB (mld PLN)	1997	2148	2314	2363	2662	3101	3415	3641	3900	4148
Rynek pracy										
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	0,6	3,9	0,2	1,3	0,5	0,3	-0,4	-0,4	0,1
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,7	55,7	56,5	56,4	58,2	58,4	58,7	58,5	58,3	58,3
Stopa bezrobocia BAEL (%)	4,9	3,9	3,2	3,2	3,4	2,9	2,8	2,9	3,0	2,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,1	4,9	4,8
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,8	13,7	8,8	6,9
Wydajność pracy (% r/r)	3,4	5,6	0,7	-2,2	5,6	4,9	-0,1	3,4	3,7	3,4
ULC (% r/r)	1,9	1,4	6,4	7,7	3,1	6,9	12,9	10,1	4,9	3,4
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	2,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	2,7	0,8	1,3	1,1
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,5	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	3,4	0,3	0,4	0,3
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,4	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,5	2,5	1,9	1,5
Inflacja bazowa (% r/r)	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	4,3	3,3	2,6
Deflator PKB (% r/r)	1,8	1,2	3,0	4,2	5,3	10,5	10,2	3,5	3,6	2,8
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2268,2	2480,0	2729,0	2909,5
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,5	9,3	10,0	6,6
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,3	4,6	7,4	3,7
Kredyty ogółem (mld PLN)	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1428,5	1500,2	1588,5	1727,3
Kredyty ogółem (% r/r)	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	-0,1	5,0	5,9	8,7
Depozyty ogółem (mld PLN)	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2065,3	2266,7	2427,8	2590,7
Depozyty ogółem (% r/r)	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	9,3	9,7	7,1	6,7
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,8	0,2	-1,3	-1,4
Bilans handlowy (% PKB)	-1,0	-2,2	-0,8	1,3	-1,3	-3,3	0,6	-0,8	-1,9	-2,0
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,6	2,9	2,2	2,5	4,0	4,1	2,4	1,1	2,4	2,0
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,3	-6,6	-6,4	-6,1
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,2	-4,4	-3,9	-3,8
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	0,2	0,5	-0,4	-4,4	-0,8	-2,8	-3,0	-4,2	-3,8	-3,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,4	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,3	59,2	63,4
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75	4,00
Realna st. ref. defl. CPI (%)	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,45	1,05	2,06	1,06
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,15	1,75	1,61	1,60
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	5,25	4,50
REER defl. CPI (% r/r)	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,6	12,1	7,1	5,6	0,6

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik Zespołu)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 @PKO_Research



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.