

Kwartalnik Ekonomiczny

3q25

Analizy Makroekonomiczne

25 września 2025



Bank Polski

Centrum
Analiz



Diabeł tkwi w szczegółach

- Perspektywy globalnej gospodarki poprawiły się, czego odzwierciedleniem jest pierwsza od dawna rewizja w górę naszych prognoz PKB dla USA i strefy euro. Wynika to z redukcji niepewności związanej z polityką handlową Waszyngtonu, połączonej z zaskakującą odpornością gospodarek na cła. Dla USA wsparciem będą też obniżki stóp procentowych Fed. Do hurraoptymizmu wciąż jednak daleko, a lista czynników ryzyka pozostaje długa.
- W ostatnich miesiącach wiele z krajowych danych pokazywało, że diabeł tkwi w szczegółach, a wyciąganie wniosków na podstawie „nagłówków” może wieść na manowce. Przykładem są wyniki inwestycji, których spadek w 2q25 przyćmił solidny wzrost PKB o 3,4% r/r. Inwestycyjna huśtawka odzwierciedla punktowe realizacje zamówień rządowych, maskuje postępujące ożywienie inwestycji przedsiębiorstw i nie zmienia naszego założenia, że znaczenie inwestycji jako źródła wzrostu PKB będzie się sukcesywnie zwiększać, a w 2026 dorówna konsumpcji.
- Szczegóły są też ważne w interpretacji danych z rynku pracy. Wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego nie odzwierciedla procesów ekonomicznych, chociaż wpisuje się w przedłużający się okres schłodzenia popytu na pracę. W połączeniu z niewielką podwyżką płacy minimalnej zaowocuje to dalszym hamowaniem dynamiki wynagrodzeń, do 6-7% w 2026, oraz jednostkowych kosztów pracy, do 3-4% w 2026.
- Niższa presja z rynku pracy sprzyja stabilizacji inflacji blisko celu. Nasza prognoza inflacji CPI na 2026 przesunęła się w dół do 2,7%. Schłodzenie rynku pracy sprzyja hamowaniu inflacji bazowej. Osłabienie dolara i tania ropa sprawiają, że wkład cen paliw do inflacji jest ujemny. Głównym źródłem niepewności pozostają ceny energii, ale korekta stawek terminowych i uspokajające deklaracje rządu sprawiają, że także to zagrożenie maleje.
- Równowaga zewnętrzna pozostaje mocną stroną polskiej gospodarki, chociaż deficyt rachunku bieżącego w relacji do PKB jeszcze się pogłębi. Tu również ważne są szczegóły. Źródła narastającego deficytu CAB to głębsza nierównowaga handlowa, podbijana „sztucznie” przez zamówienia zbrojeniowe, oraz poprawa wyników finansowych firm z udziałem kapitału zagranicznego, odzwierciedlająca lepszą krajową koniunkturę.
- Po obniżce stóp NBP w maju „gołębie wróciły do gołębnika”, ale nie na długo. Rada nie zadeklarowała cyklu obniżek, ale systematycznie dostosowuje poziom stóp, co wg nas zaowocuje w tym roku jeszcze jedną obniżką o 25pb. Perspektywa inflacji praktycznie w celu w 2026 – zgodnie z deklaracjami szefa NBP – ma skutkować obniżaniem „relatywnie wysokich” realnych stóp w Polsce. Naszym zdaniem oznacza to redukcję stóp w 2026 w skali do 100pb.
- Największa zmiana w naszym scenariuszu dotyczy finansów publicznych (podwyższyliśmy prognozę deficytu o ok. 0,5% PKB, a długu o ok. 2% PKB). Z ekonomicznego punktu widzenia jest przestrzeń do wzmocnienia dochodów budżetowych, ale z perspektywy politycznej jest to mało prawdopodobne i na dziś to jest największa słabość w ocenach ratingowych Polski.

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

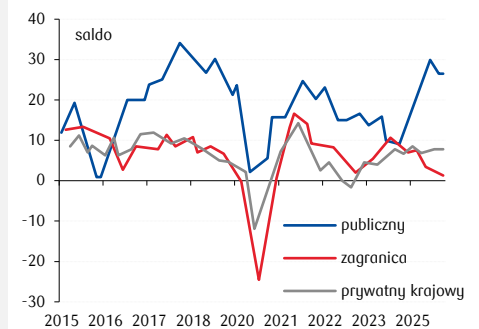
Kamil Pastor
tel. 723 670 836

Agnieszka Pierzak
tel. 666 823 657

Michał Reczek
tel. 783 552 546

Anna Wojtyniak-Stefańska
tel. 698 635 126

Plany inwestycyjne firm w perspektywie roku wg form własności



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Realny PKB (% r/r)	3,2	3,4	3,7	3,6	3,5	3,6	3,2	3,7	2,9	3,5	3,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,4	2,8	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	3,0	3,0	2,7	3,1	2,6	2,5	3,6	3,8	2,7
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,6	3,4	3,2	3,1	2,8	2,7	2,4	2,4	4,3	3,3	2,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,6	-1,7	-1,8	0,0	-1,1	-1,8
Saldo fiskalne (% PKB) ^{†*}	-6,9	-6,9	-7,0	-6,9	-7,3	-7,2	-6,6	-6,5	-6,6	-6,9	-6,5
Dług publiczny (% PKB) ^{†*}	57,4	58,2	59,5	60,4	62,2	63,9	65,6	67,0	55,3	60,4	67,0
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,25	4,75	4,50	4,00	3,75	3,50	3,50	5,75	4,50	3,50

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

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Wiele obaw zw. z polityką celną USA nie zrealizowało się, a porozumienia handlowe zmniejszyły globalną niepewność. Strefa euro w 2q25 kontynuowała ożywienie, inflacja HICP trwale wróciła do celu, a EBC jest bliski końca cyklu obniżek stóp. PKB w USA w 1q25 spadł silniej niż wskazywały wstępne dane, o 0,5% q/q saar, jednak w kolejnym kwartale gospodarka odbiła (głównie za sprawą skokowego wzrostu i spadku importu). Oczekiwania inflacyjne konsumentów pozostają podwyższone, chociaż obniżyły się względem rekordowych poziomów w 2q25. Inflacja CPI istotnie przekracza cel inflacyjny (w sierpniu wzrosła do 2,9% r/r), ale Fed przekierował swoją uwagę na pogarszającą się kondycję rynku pracy i we wrześniu obniżył stopy procentowe, pierwszy raz od grudnia 2024. USA zawarły [umowę handlową z UE](#), która zakłada m.in. podstawową stawkę celną równą 15% (wyższą niż zakładane przez nas 10%, ale niższą niż groźby 50%), obowiązującą również na samochody i części (co oznacza ulgę dla europejskich eksporterów). Chińska gospodarka utrzymała wysokie tempo wzrostu PKB (5,2% r/r w 2q25) mimo amerykańskich ceł, które przez moment wynosiły ponad 100%. Presja inflacyjna w Chinach pozostaje niska, a inflacja wciąż oscyluje wokół zera.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Podnieśliśmy prognozę wzrostu PKB w USA na 2025-2026 (o 0,2-0,3pp), m.in. z powodu solidnego wyniku w 2q25 i silnej konsumpcji. Silniejszy wzrost będą też wspierały niższe (niż wcześniej zakładaliśmy) stopy procentowe. Jednocześnie inflacja CPI, choć wciąż uporczywa, powinna w 2025 obniżyć się względem 2024. Z większą dozą optymizmu patrzymy też na gospodarkę strefy euro, dla której prognoza PKB także przesunęła się w górę (choć na istotniejsze ożywienie poczekamy raczej do 2027), przy niezmienionej prognozie inflacji (w celu). W Chinach oczekujemy solidnego wzrostu w tym i przyszłym roku, choć poniżej celu 5%. Czynnikiem niepewności pozostaje kształt umowy handlowej USA z Chinami.

Oczekujemy kontynuacji obniżek stóp Fed w tym i przyszłym roku oraz maksymalnie jednej obniżki EBC. Docelowy zasięg cykli to wg nas 3% w USA i 1,75% w strefie euro. Fed komunikuje potrzebę łagodzenia restrykcyjnej polityki ze względu na kondycję rynku pracy, pomimo krótkookresowych zagrożeń dla inflacji związanych z cłami. Prezeska Ch.Lagarde ogłosiła koniec dezinflacji w strefie euro, a prognozowane przez EBC odchylenie inflacji HICP w dół od 2% w kolejnych latach uznana za dopuszczalne w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Dla części bankierów jest ono jednak argumentem za kolejną obniżką, dlatego nie wykluczamy jeszcze jednego ruchu na koniec tego roku.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

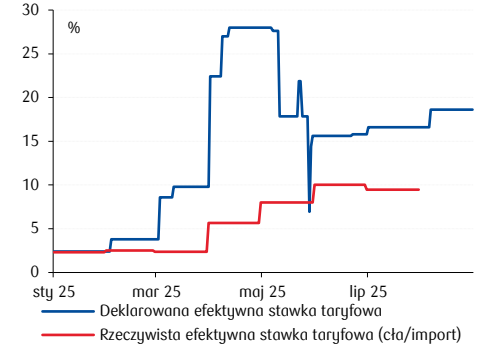
Głównymi źródłami niepewności są: (1) polityka celną USA, w tym umowa z Chinami; (2) skala łagodzenia polityki pieniężnej Fed; (3) tempo wdrażania decyzji w zakresie pakietu wydatków inwestycyjnych w Niemczech; (4) ryzyko geopolityczne.

Otoczenie zewnętrzne

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

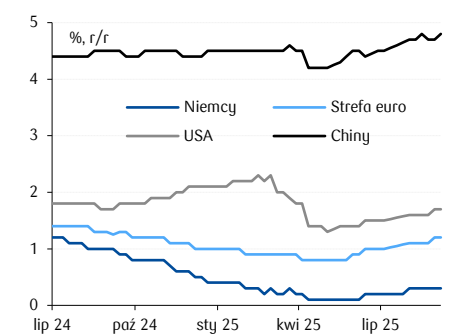
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Efektywna stawka celną w USA



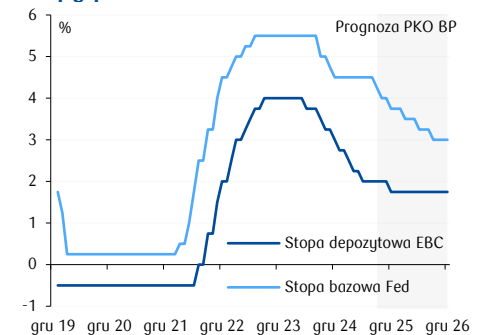
Źródło: Yale Budget Lab, Macrobond, PKO Bank Polski.
Uwaga: Deklarowana stawka na podstawie szacunków Yale Budget Lab; rzeczywista – obliczenia własne PKO BP na podstawie wpływów celnych do budżetu oraz wartości importu do USA.

Ewolucja konsensusu 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

Wzrost PKB w 2q25 ponownie przyspieszył przy zgodnym z oczekiwaniami ożywieniu konsumpcji i niespodziewanym spadku inwestycji. Zapowiedzią solidnych danych o konsumpcji były wyraźne ożywienie sprzedaży detalicznej oraz silniejszy popyt na usługi, choć skala poprawy przewyższyła nasze i rynkowe oczekiwania. Wahania inwestycji zaskoczyły już nie pierwszy raz. Spadek nakładów, w 2q25 o 1% r/r po spektakularnym odbiciu w 1q25 był jednak rozczarowaniem, bo towarzyszył mu wzrost inwestycji firm. Źródłem podwyższonej zmienności są ostatnio wydatki rządowe (w tym zbrojeniowe).

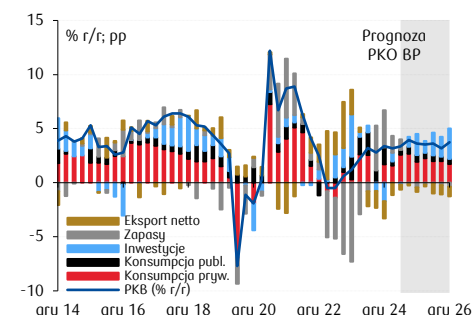
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Podtrzymujemy scenariusz przyspieszenia wzrostu PKB w latach 2025-2026 do ok. 3,5% r/r. Jego ważnym motorem pozostanie konsumpcja, która doda do dynamiki PKB 2,2pp w tym roku i 2pp w 2026. Pozytywne perspektywy konsumpcji wspierają: powrót optymizmu konsumentów, obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost popytu na dobra trwałego użytku i wciąż silny popyt na usługi. Fundamentem konsumpcji pozostanie solidna realna dynamika wynagrodzeń (w gospodarce narodowej w 2025 na poziomie ok. 5-6% r/r). Podtrzymujemy założenie, że najsilniejsza poprawa w horyzoncie prognozy obejmie inwestycje, choć ich odbicie ponownie przesuwają się w czasie, a dwucyfrowe dynamiki zobaczymy prawdopodobnie dopiero w 2026. W 2025 wzrost inwestycji doda do PKB niespełna 1pp, ale w 2026 wkład nakładów na środki trwałe dorówna już wpływowi konsumpcji (2pp). Tempo wydatkowania środków z KPO jest wolniejsze od planów, a projekt ustawy budżetowej na 2026 pośrednio wyklucza przyspieszenie w tej materii w 2h25, zakładając natomiast znaczne zintensyfikowanie wydatków w 2026 – ostatnim roku realizacji programu (do 81 mld PLN z części dotacyjnej). Kumulacji inwestycji z KPO w przyszłym roku będzie towarzyszyło rozpoczęcie wieloletnich projektów infrastrukturalnych (wartość postępowań zaplanowanych na 2025 i 2026 to odpowiednio 30 i 40 mld PLN) oraz przyspieszenie wydatkowania środków z polityki spójności, wspierających rozpoczynające się ożywienie inwestycji prywatnych. Prognoza inwestycji obciążona jest jednak sporym ryzykiem – głównie dalszych opóźnień i niewykorzystania w pełni środków z KPO, ale także co do skali ożywienia inwestycji prywatnych. **Wzrost popytu krajowego, zwłaszcza inwestycyjnego, spowoduje, że eksport netto nie będzie wsparciem wzrostu PKB i odejmie od niego 0,6pp w 2025 oraz 0,7pp w 2026.**

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

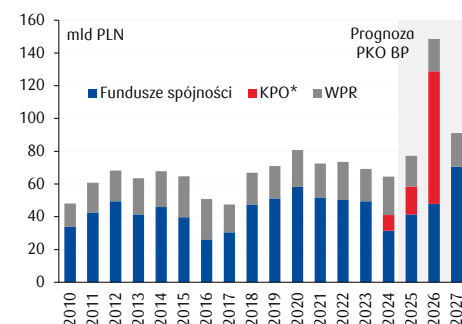
Głównymi źródłami niepewności są: (1) przebieg wojen handlowych; (2) dochody gospodarstw domowych i stopa oszczędności, (3) polityka monetarna w Polsce, (4) przebieg i skutki wojny w Ukrainie, (5) tempo i efektywność wykorzystania KPO.

Struktura wzrostu PKB



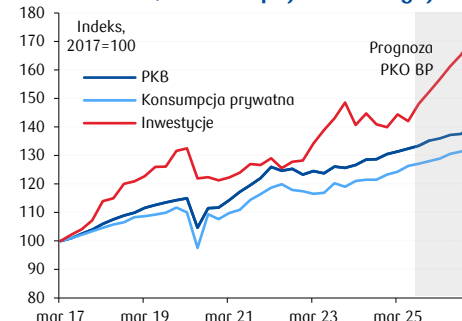
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wydatki z programów UE



Źródło: MF, PKO Bank Polski, *prognoza KPO na podstawie UB2026.

Poziom PKB, konsumpcji i inwestycji



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Realny PKB (% r/r)	3,2	3,4	3,7	3,6	3,5	3,6	3,2	3,7	2,9	3,5	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	4,3	3,8	3,9	4,1	3,7	4,6	4,0	4,6	4,0	4,0	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,5	4,4	4,6	3,9	3,7	3,4	3,4	3,5	3,1	3,9	3,5
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	2,8	2,9	4,1	4,5	3,9	4,6	4,3	5,0	2,9	3,6	4,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,3	-1,0	5,1	8,9	8,5	13,6	11,6	12,1	-2,2	5,3	11,7
Publiczne [‡] (% r/r)	23,8	-12,3	8,8	12,3	15,4	17,2	17,6	17,4	3,3	8,2	16,9
Prywatne [‡] (% r/r)	0,6	3,9	4,8	7,1	5,7	12,3	9,2	9,2	-1,5	4,1	9,1
Zapasy (pkt. proc.)	1,5	1,0	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	1,1	0,4	-0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	-1,1	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-0,6	-0,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,1	1,6	3,0	2,2	4,0	3,4	3,4	3,0	1,1	1,7	3,4
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,0	3,1	3,3
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,6	-0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,7	-0,4	-0,1

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

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Na rynku pracy trwa okres specyficznej dekonunktury. Popyt na pracę pozostaje osłabiony, choć sytuacja jest lepsza niż sugerują tradycyjne dane. Miesiące letnie nie przyniosły sezonowego spadku liczby zarejestrowanych bezrobotnych, a stopa bezrobocia w sierpniu wzrosła do 5,5%. Wzrost bezrobocia był w dużej części związany ze zmianami wprowadzonymi ustawą o rynku pracy i służbach zatrudnienia. W szczególności, w czerwcu znacząco obniżyła się liczba wyrejestrowań ze stanu bezrobocia, co wynikało ze złagodzenia niektórych wymogów względem osób zarejestrowanych jako bezrobotne (np. zniesienie obowiązku potwierdzenia gotowości do podjęcia pracy). Jednocześnie napływ nowo zarejestrowanych bezrobotnych był ograniczony. W 2q25 roczny spadek liczby wolnych miejsc pracy pogłębił się do 13,6%, a w wielu branżach (przede wszystkim w transporcie i działalności profesjonalnej) jego skala była wyraźnie dwucyfrowa. Oprócz uwarunkowań popytowych, za spadek liczby ofert pracy mogło częściowo odpowiadać poszerzenie zakresu weryfikacji pracodawców związane z ww. ustawą. Początek 3q25 przyniósł dalszy spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób rzędu 0,9% r/r. W tych warunkach presja płacowa pozostaje ograniczona, a dynamika płac w sierpniu wyhamowała do ok. 7% r/r.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Nasza ocena średnioterminowych trendów na rynku pracy nie zmieniła się istotnie względem poprzedniego [Kwartalnika](#). W horyzoncie prognozy spodziewamy się dalszego hamowania dynamiki płac. Wzrost wynagrodzeń w gospodarce narodowej w 2q25 był spójny z naszymi oczekiwaniami, a przyjęta przez rząd podwyżka płacy minimalnej o 3% w 2026 zgodna z założeniami. Według naszej prognozy średni wzrost wynagrodzeń, zarówno w gospodarce narodowej, jak i w sektorze przedsiębiorstw, będzie w 2025 w przedziale 7,5-9% oraz 6-7% w 2026.

W obliczu rozczerwawiających danych za ostatnie miesiące nieznacznie pogłęбилиśmy skalę prognozowanego średniego spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w 2025 oraz zmniejszyliśmy skalę wzrostu w przyszłym roku, o ok. 0,2pp. Zrewidowaliśmy w górę prognozę bezrobocia rejestrowanego, co związane jest z uwzględnieniem wpływu zmian regulacyjnych w urzędach pracy. Jednocześnie w fundamentach makroekonomicznych nie widzimy sygnałów, które nasilałyby ryzyko utraty pracy, w szczególności dane o bezrobociu według BAEL za 2q25 były spójne z naszymi oczekiwaniami i pokazały, że jego skok na początku roku był jednorazowy. Nasza prognoza tego wskaźnika nie zmieniła się istotnie.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

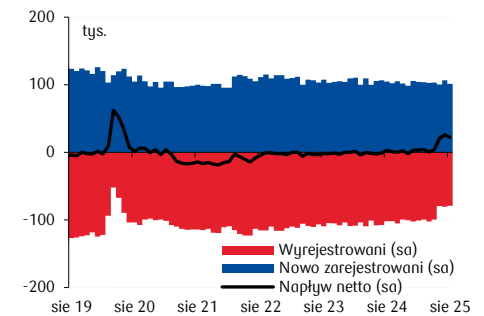
Główne źródła niepewności to: (1) ostateczna skala wpływu zmian regulacyjnych na bezrobocie; (2) skala migracji (w tym kierunek przepływów w przypadku pokoju w Ukrainie); (3) wrażliwość stopy aktywności zawodowej na poprawę koniunktury.

Rynek pracy

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

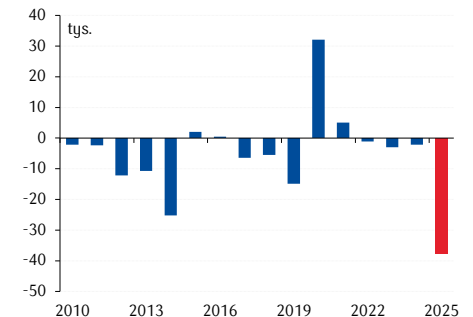
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu.

Przepływy do i ze stanu bezrobocia



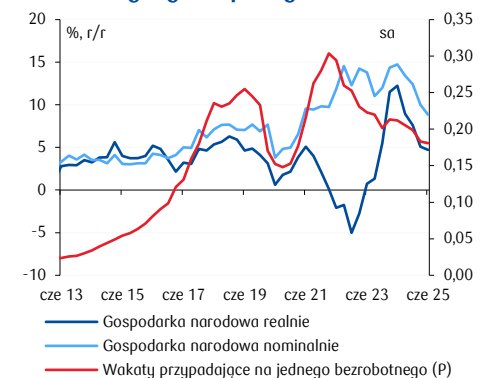
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Miesięczna zmiana wyrejestrowań bezrobotnych w czerwcu



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej na tle wskaźnika równowagi rynku pracy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, od lipca inflacja CPI znalazła się w zakresie dopuszczalnych odchyleń od celu NBP. Jej skokowy spadek poniżej 4% r/r wynikał z wygaśnięcia efektów ubiegłorocznej podwyżki cen prądu i gazu. Mniej spektakularny, ale trwalszy jest obserwowany trend sukcesywnego hamowania inflacji bazowej, która w sierpniu wyniosła 3,2% r/r i była najniższa od przełomu 2019/20. Deflacja cen producenta nie odpuszcza (-1,2% r/r w sierpniu). Dużą rolę w obniżaniu inflacji PPI odgrywają branże surowcowe, ale w większości branż przetwórczych także nie widać na razie przestrzeni do podnoszenia cen.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Ostatnie dwa Kwartalniki przynosiły sięgające ok. 0,5pp rewizje w dół prognoz inflacji. Tym razem skala zmiany naszych oczekiwań jest mniejsza. Nieznacznie podnieśliśmy prognozę na koniec 2025 (do 3,0% r/r z 2,7% r/r) i obniżyliśmy na koniec 2026 (do 2,6% r/r z 2,9% r/r). Łącznie kierunek zmian utwierdza nas w przekonaniu, że powrót inflacji do celu ma charakter trwały, a ryzyka proinflacyjne sukcesywnie słabną. Jednym z większych z nich był rynek pracy z podwyższoną dynamiką wynagrodzeń. Ostatnie miesiące przyniosły jej wyraźne schłodzenie i zakładamy, że ten trend będzie kontynuowany, docelowo do poziomu 6-7% r/r. To oznacza, że nawis dynamiki płac nad wydajnością pracy powróci do poziomów sprzed pandemii (a nawet nieznacznie poniżej), ograniczając presję cenową wywieraną głównie w bazowych komponentach koszyka inflacyjnego. Utrzymujący się przez dłuższy czas podwyższony deficyt fiskalny będzie skierowany przede wszystkim na wsparcie inwestycji, nie konsumpcji, tym samym nie obawiamy się wzmocnienia presji inflacyjnej z tego tytułu. W porównaniu do poprzedniego Kwartalnika nieznacznie obniżyliśmy założenia dotyczące cen nośników energii, chociaż to ich kształtowanie się jest głównym źródłem niepewności prognozy w krótkim i średnim terminie. Od dawna zakładaliśmy, że październik br. nie przyniesie istotnego wzrostu rachunków gospodarstw domowych za energię elektryczną. W obliczu ponownej inicjatywy rządu przedłużającej mrożenie cen energii do końca 2025 i w oczekiwaniu na aktualizację taryfy URE podtrzymujemy to założenie. Obniżyliśmy prognozę cen energii na 2026. Po pierwsze bazując na korzystnych (por. wykres) stawkach kontraktów na energię elektryczną (także za gaz) na TGE, po drugie – biorąc pod uwagę, że utrzymanie cen w okolicy 500 PLN/MWh znalazło się wśród priorytetów rządu. Źródłem ryzyka (wg nas istotnie w górę) jest kształtowanie się cen ciepła systemowego po ich uwolnieniu. Ze względu na rozdrobnienie tego sektora i znaczące różnice w przekładaniu cen ciepłowni na czynsze, skala i czas wzrostów w tej kategorii jest trudna do oszacowania.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

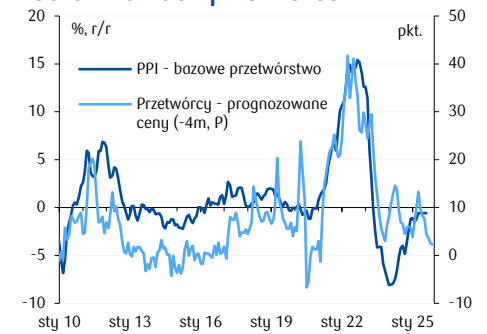
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) decyzje dotyczące cen energii; (2) notowania złotego i ceny surowców; (3) geopolityka; (4) wpływ ceł.

Procesy inflacyjne

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

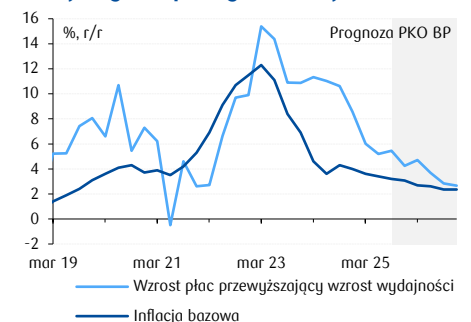
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu.

Ceny producentów w danych i oczekiwaniach przetwórców



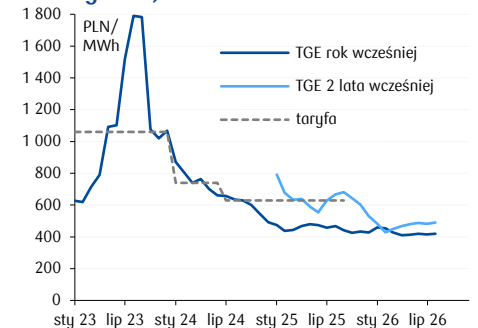
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Presja rynku pracy a inflacja bazowa



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Taryfy URE vs ceny na TGE (energia elektryczna)



Źródło: TGE, URE, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Saldo rachunku obrotów bieżących pogarsza się zgodnie z naszą prognozą. Po lipcu deficyt w ujęciu płynnego roku stanowił 1% PKB, podczas gdy na koniec 2024 rachunek znajdował się w równowadze. Główną przyczyną wzrostu deficytu jest saldo towarowe, sięgające już -1,5% PKB. Jednocześnie obniżyło się dodatnie saldo usług, które po lipcu wyniosło 4,5% PKB. W ostatnich miesiącach przyspiesza dynamika eksportu towarów, a hamuje dynamika eksportu usług. Eksport towarów jest podbijany przez zjawisko reeksportu, widoczne w silnych wzrostach importu i eksportu zabawek oraz odzieży i obuwi. Jest to związane z niezwykle szybkim rozwojem portu w Gdańsku. Silnie rośnie też import z Niemiec, które tradycyjnie są państwem tranzytowym dla importu z Azji, co jest odzwierciedleniem popularności portu w Hamburgu.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Nasza prognoza rachunku bieżącego na 2025 jest zbliżona do prezentowanej w poprzednim [Kwartalniku](#) – oczekujemy stabilizacji deficytu w okolicy 1% PKB. W 2026 saldo może się jednak pogorszyć – spodziewamy się lekkiego pogłębienia deficytu towarowego oraz większego niedoboru na rachunku dochodów pierwotnych. Będzie to skutek oczekiwanej poprawy wyników finansowych firm z udziałem kapitału zagranicznego. Znaczna część ich zysków jest reinwestowana, dlatego oczekujemy poprawy napływu netto zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski, do 2,2% PKB pod koniec tego roku z 1,3% PKB po lipcu br.

Pogorszenie salda rachunku obrotów bieżących nie jest związane z występowaniem w Polsce zjawiska „bliźniaczych deficytów” – fiskalnego i bieżącego – rząd finansuje większość deficytu budżetowego w kraju, a zagraniczny dług sektora publicznego stanowi jedynie 18,3% PKB, wobec ponad 33% w 2016. Naszym zdaniem utrzymywanie się deficytu bieżącego w najbliższych latach będzie jednak miało charakter strukturalny – Polska jest w procesie rozbudowy sił zbrojnych, a zakup uzbrojenia jest wysoce importochłonny, podobną właściwość mają planowane w najbliższych latach inwestycje w sektorze energetycznym. W ujęciu makro deficyt na rachunku obrotów bieżących pojawia się, gdy zasób krajowych oszczędności jest niewystarczający dla pokrycia inwestycji. W Polsce od końca 2016 stopa oszczędności przekracza spadającą stopę inwestycji. Przy prawdopodobnej dalszej normalizacji stopy oszczędności, pożądany wzrost inwestycji może być niemożliwy bez zagranicznego finansowania. Zwracaliśmy na to uwagę pół roku temu, a od tamtego czasu linie na wykresie na marginesie jeszcze się do siebie zbliżyły.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

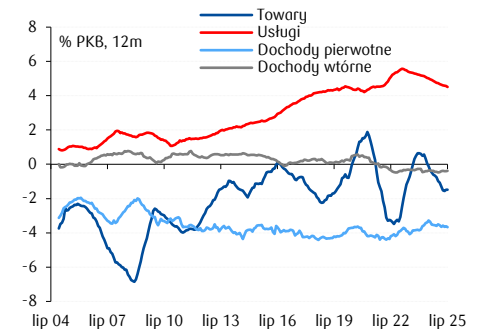
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) funkcjonowanie globalnych łańcuchów dostaw; (2) przepływy FDI; (3) przepływy funduszy UE; (4) kształtowanie się cen ropy naftowej i kursu złotego.

Równowaga zewnętrzna

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

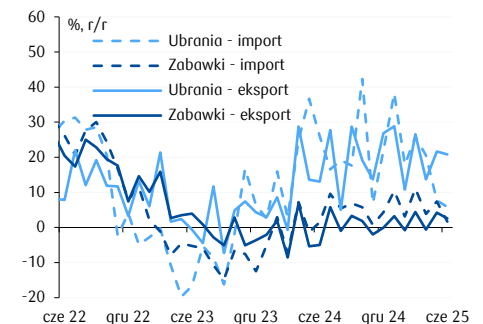
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw.

Główne składowe rachunku obrotów bieżących



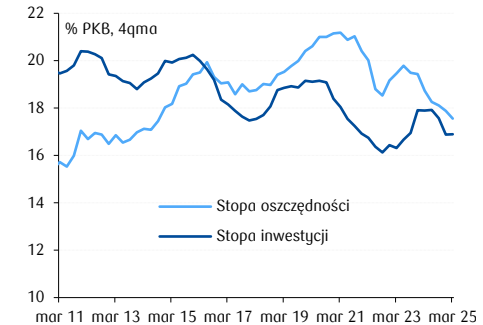
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Dynamika importu i eksportu



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Stopa oszczędności i inwestycji w gospodarce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

RPP kontynuuje cykl dostosowań stóp procentowych, który nie jest jednak cyklem obniżek. Po tym jak w maju RPP obniżyła stopy proc. o 50pb, mniejsze ruchy miały miejsce w lipcu (-25pb) i wrześniu (-25pb), a stopa referencyjna wynosi 4,75%. Głównym powodem dostosowań była wg Rady inflacja, która w lipcu wróciła do celu. Przed ogłoszeniem cyklu obniżek Radę powstrzymują przede wszystkim obawy przed ekspansywną polityką fiskalną, podwyższona, choć słabnąca, presja płacowa oraz niepewność związana z cenami energii. Według Prezesa NBP w Radzie dominuje ostrożna otwartość do dalszych obniżek stóp.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Mimo dokonywanych ostatnio obniżek stóp, retoryka Prezesa RPP na ostatnich konferencjach prasowych zaostrzała się. Pokazuje to przygotowany przez nas „jastrzębiomierz”. Także według Jastrzębiomierza PAP we wrześniu członkowie RPP byli oceniani jako bardziej jastrzębi niż w kwietniu, kiedy to dokonała się najgłębsza gołębia wolta w Radzie. **Uważamy, że Rada może kontynuować dostosowania („jastrzębie obniżki”), powstrzymując się przed otwartym zadeklarowaniem cyklu.** Celem może być chęć sygnalizacji braku rozluźniania warunków monetarnych w otoczeniu ekspansywnej polityki fiskalnej. Prezes NBP we wrześniu zwracał uwagę na dwa kluczowe czynniki, które ograniczają przestrzeń do obniżek stóp – to polityka fiskalna oraz niepewność związana z cenami energii. Zgadzamy się co do pierwszego czynnika (choć wpływ polityki fiskalnej na monetarną wg nas manifestuje się poprzez kanały rynkowe a nie kanał inflacyjny), ale w przeciwieństwie do NBP zakładamy, że ceny energii dla gospodarstw domowych nie zmienią się istotnie w najbliższych kwartałach. W konsekwencji ryzyko trwałego opuszczenia przez inflację przedziału odchyień od celu uważamy za niewielkie. Wśród pozostałych czynników uwzględnianych przez Radę obniżkom stóp sprzyjać powinien dalszy spadek tempa wzrostu płac, z kolei w odmiennym kierunku oddziaływać może oczekiwane ożywienie aktywności gospodarczej. **Wypadkową tych procesów jest nasza prognoza, w której zakładamy jeszcze jedną obniżkę stóp o 25pb w 2025 (prawdopodobnie w listopadzie, tak jak zakładaliśmy w poprzednim Kwartalniku) i obniżki o łącznie 100pb w 2026 (vs 75pb w poprzednim Kwartalniku). Tym samym na koniec 2026 stopa referencyjna wyniesie wg nas 3,50%. Uważamy, że nieco większą niż wcześniej oczekiwaliśmy skalę obniżek w 2026 umożliwi łagodzenie polityki pieniężnej Fed oraz powrót bieżącej inflacji do celu.**

Funkcja reakcji Rady oraz wskaźniki, na które w danym momencie zwraca ona uwagę zmieniają się w czasie, co zmniejsza precyzję prognoz. Retoryka i nastawienie członków RPP podlegają wahaniom, a ocenę, jakie nastroje dominują w Radzie utrudniają relatywnie rzadkie wypowiedzi części z jej członków.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

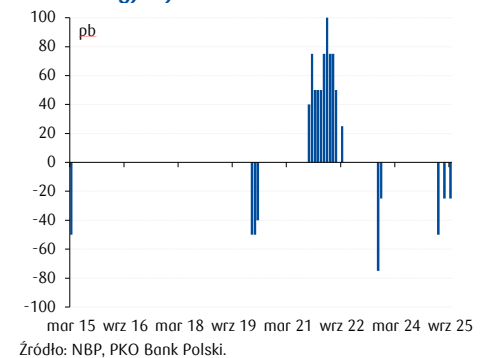
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) sytuacja na rynkach finansowych; (2) kształtowanie się cen ropy naftowej i żywności; (3) kształtowanie się kursu PLN; (4) zmienna retoryka RPP.

Polityka pieniężna

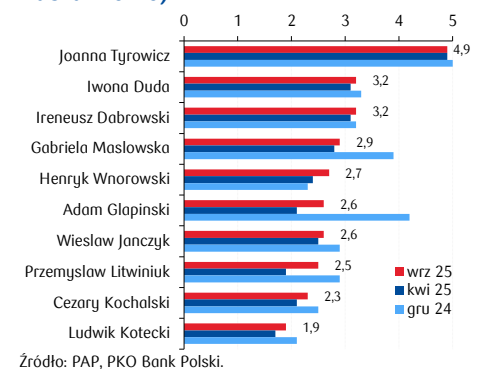
	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Stopa referencyjna (%)	5,75	5,25	4,75	4,50	4,00	3,75	3,50	3,50	5,75	4,50	3,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	0,83	1,19	1,67	1,49	1,21	0,66	0,91	0,94	1,05	1,49	0,94
Realna st. proc. defl. infl. baz(%)	2,15	1,85	1,53	1,35	1,25	1,18	1,08	1,08	1,75	1,35	1,08
Stopa lombardowa (%)	6,25	5,75	5,25	5,00	4,50	4,25	4,00	4,00	6,25	5,00	4,00
Stopa depozytowa (%)	5,25	4,75	4,25	4,00	3,50	3,25	3,00	3,00	5,25	4,00	3,00
Stopa redysk. weksli (%)	5,80	5,30	4,80	4,55	4,05	3,80	3,55	3,55	5,80	4,55	3,55
REER defl. CPI (% r/r)	5,8	5,0	3,4	3,7	0,5	1,0	0,3	0,3	7,1	4,5	0,5
Nominalny PKB (% r/r)	6,9	6,9	6,9	6,9	6,8	6,7	5,8	6,7	7,0	6,9	6,5

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

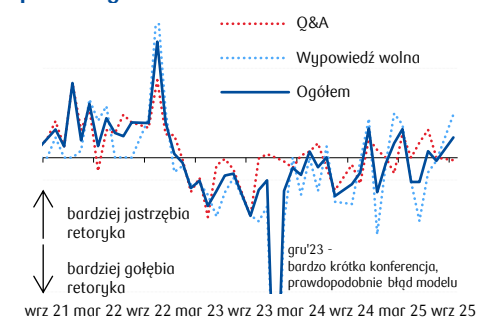
Miesięczna zmiana poziomu stopy referencyjnej NBP



Jastrzębiomierz PAP (1- gołębie nastawienie, 5 - jastrzębie nastawienie)



„Jastrzębiomierz” konferencji prasowych Prezesa NBP*



Źródło: Youtube.pl, ChatGPT, PKO Bank Polski. *na podstawie transkrypcji konferencji, opracowanie własne inspirowane badaniami EBC (1 i 2) wykorzystujące słowa/frazy kluczowe, wzmocnienie („być może”/”z pewnością”) i negacje („nie”, „brak”). Podział na wypowiedź wolną oraz sekcję pytań i odpowiedzi (Q&A).

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Nierównowaga fiskalna narasta: na koniec sierpnia wydatki budżetowe były wyższe o 7,4% r/r YTD. Dochody spadły o 11,4% r/r YTD i chociaż w warunkach porównywalnych (bez reformy finansowania JST) wzrosłyby o 9,7% r/r, to zrewidowane w dół prognozy na 2025 (z UB26) są obciążone sporym ryzykiem. Deficyt budżetowy po sierpniu pogłębił się do 172 mld PLN (59,6% planu), a w ujęciu 12-msc sięgnął 294 mld PLN (7,8% PKB, powyżej limitu deficytu na 2025: 289 mld PLN). To znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu perspektyw ratingu wg Fitch i Moody's. Polityka fiskalna w pozostałej części roku będzie musiała być bardziej restrykcyjna niż w 2024, ale MF ma pewną przestrzeń, więc nie widzimy konieczności nowelizacji UB25. Dług publiczny na koniec 2q25 wzrósł do 58,2% PKB.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Wyższe wydatki i słabsze dochody w tym roku pogłębiają naszą prognozę deficytu. Zakładamy jednak, że w 2026 MF zgodnie z projektem ustawy budżetowej podejmie wysiłek fiskalny i obniży deficyt o 0,4% PKB. Limit deficytu budżetowego na 2026 ustalono na 271,7 mld PLN (6,5% PKB). Ekspansywne plany inwestycyjne państwa powodują, że wydatki poza sektorem centralnym będą redukowane w mniejszej skali. Główną inwestycją jest obrona narodowa, na którą rząd planuje wydać ok. 200 mld PLN. Zaplanowano również inwestycje w infrastrukturę transportową (w tym CPK), energetykę jądrową oraz inne projekty modernizacyjne. Znaczący przyrost wydatków dotyczy świadczeń społecznych i ochrony zdrowia (ok. 25 mld PLN), co wspiera konsumpcję.

MF przygotowuje zmiany wzmacniające stronę dochodową. Wzrost akcyzy i innych opłat w 2026 ma dodać do budżetu państwa 3 mld PLN. Ministerstwo planuje podnieść CIT dla banków do 30%, co ma zwiększyć dochody o 6,5 mld PLN. Do tego dochodzą mrożenie progów PIT oraz działania redukujące szarą strefę. Jeśli te zmiany wejdą w życie (Prezydent deklarował, że nie zgodzi się na podwyżki podatków), zwiększą dochody w 2026 o ok. 0,6% PKB. To jednak kropla w morzu potrzeb. Polska jako jedyne państwo regionu bezpośrednio sąsiadujące z Rosją nie podniosło głównych podatków by finansować wydatki zbrojeniowe, a wg nas jest do tego przestrzeń. Po pandemii wzrósł udział usług w konsumpcji, a one są objęte niższymi stawkami VAT. Szacujemy, że obniżyło to efektywną stawkę VAT o ok. 1pp względem okresu przedpandemicznego. Podwyżka nominalnej stawki oznaczałaby więc jedynie powrót do wcześniejszego poziomu i zwiększałaby dochody państwa bez istotnego osłabienia koniunktury. Głębszy deficyt sprawia, że coraz bardziej prawdopodobne jest, że relacja długu do PKB w tym roku przekroczy próg 60% a w 2026 zbliży się do 70%. Poza deficytem dług w 2026 będzie podnoszony przez ujęcie w nim części pożyczkowej z KPO (130 mld PLN).

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

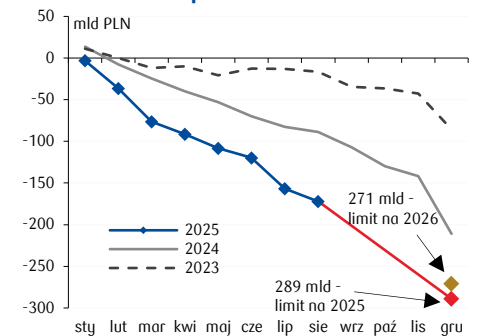
Główne źródła niepewności to: (1) skala wydatków militarnych; (2) konflikty polityczne; (3) zmiany stóp proc. i kursów walutowych, (4) zmiany podatkowe.

Polityka fiskalna†

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-6,9	-6,9	-7,0	-6,9	-7,3	-7,2	-6,6	-6,5	-6,6	-6,9	-6,5
Dochody (% PKB, ESA2010)	42,8	42,9	43,2	43,5	43,3	43,5	43,7	43,7	42,8	43,5	43,7
ESA2010)	14,3	14,0	14,1	14,5	14,3	14,4	14,6	14,7	14,5	14,5	14,7
Wydatki (% PKB, ESA2010)	49,7	49,7	50,2	50,4	50,7	50,7	50,3	50,2	49,4	50,4	50,2
Płatności o dsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,3	2,4	2,5	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,6	2,3
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,6	-4,4	-4,5	-4,3	-4,8	-4,7	-4,3	-4,2	-4,4	-4,3	-4,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,4	-4,2	-4,3	-4,2	-4,7	-4,7	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	57,4	58,2	59,5	60,4	62,2	63,9	65,6	67,0	55,3	60,4	67,0
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-7,3	x	x	x	-6,4	-5,8	-7,3	-6,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	48,8	x	x	x	53,7	44,3	48,8	53,7

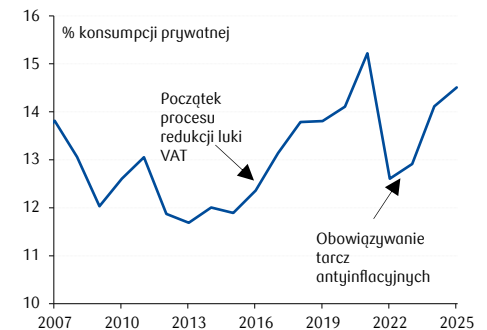
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum krocących.

Saldo budżetu państwa



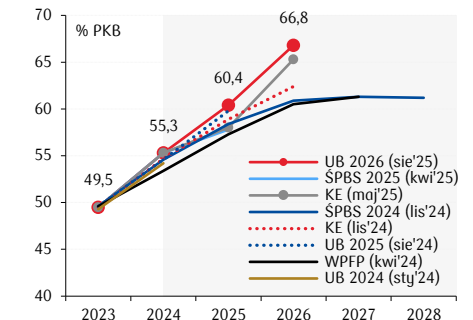
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Dochody z VAT w relacji do konsumpcji prywatnej



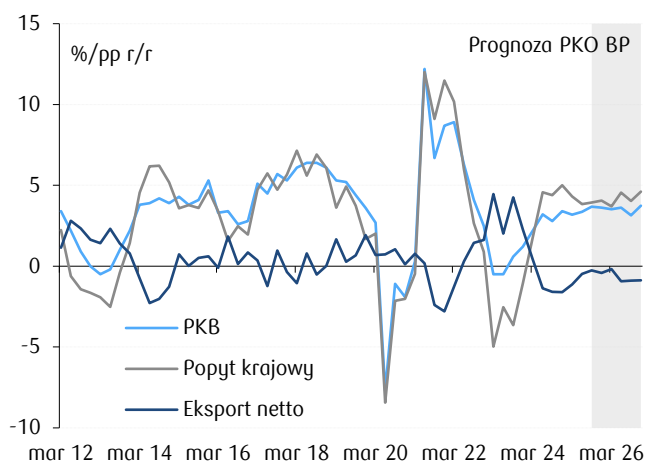
Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

Prognozowane ścieżki długu sektora general government*

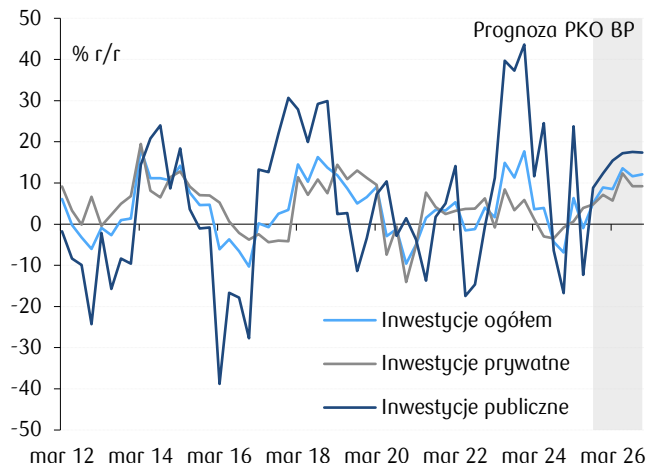


Źródło: MF, KE, PKO Bank Polski. *UB – ustawa budżetowa, WPFP – Wieloletni Plan Finansowy Państwa, APK – Aktualizacja Programu Konwergencji, KE – prognozy Komisji Europejskiej, DSA – raport Debt Sustainability Analysis Komisji Europejskiej.

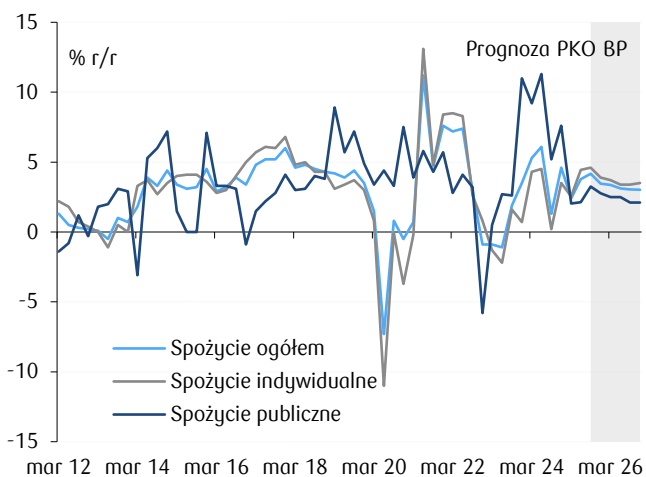
Realny PKB



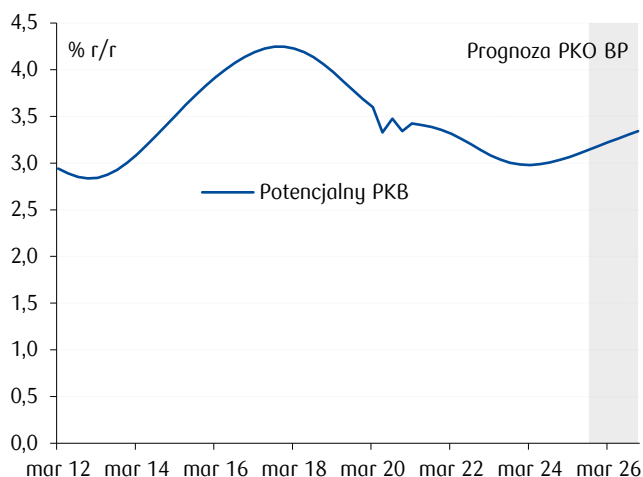
Popyt inwestycyjny



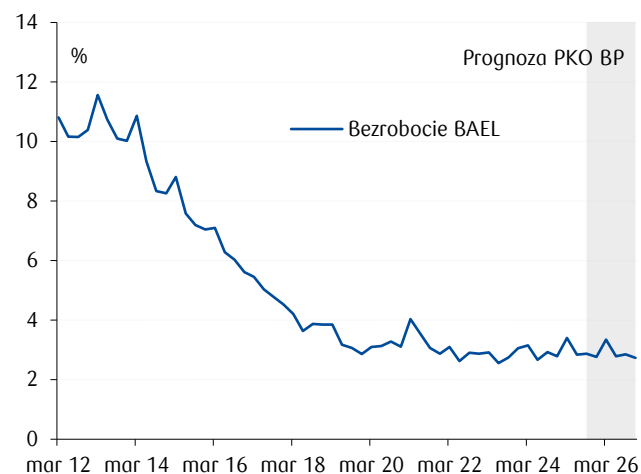
Popyt konsumpcyjny



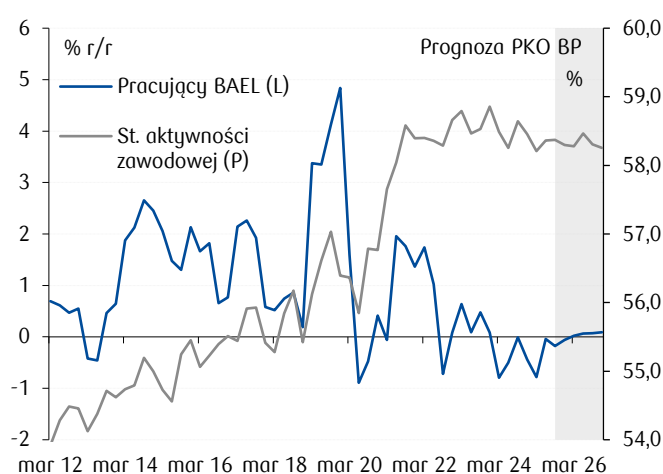
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

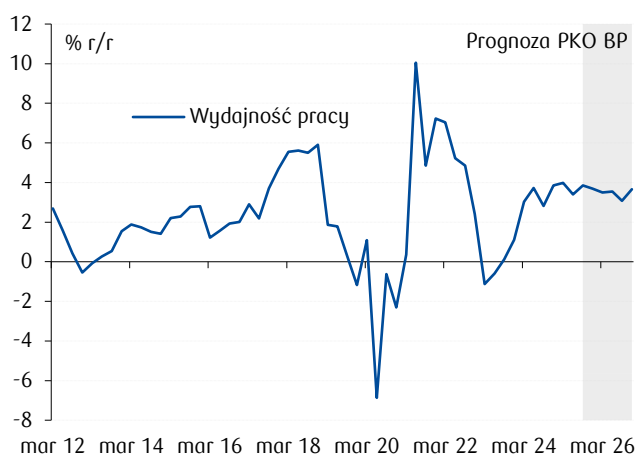


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

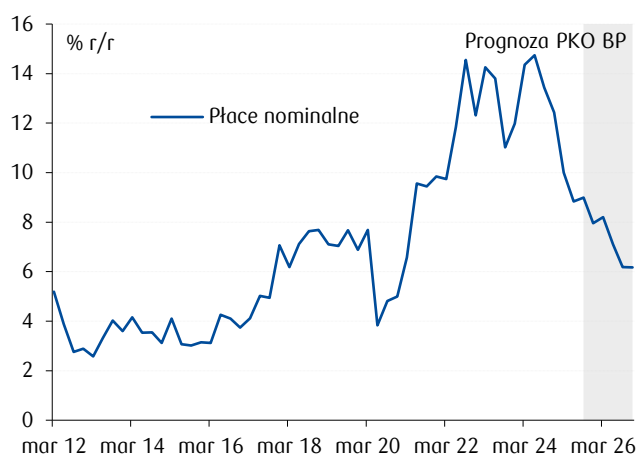


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

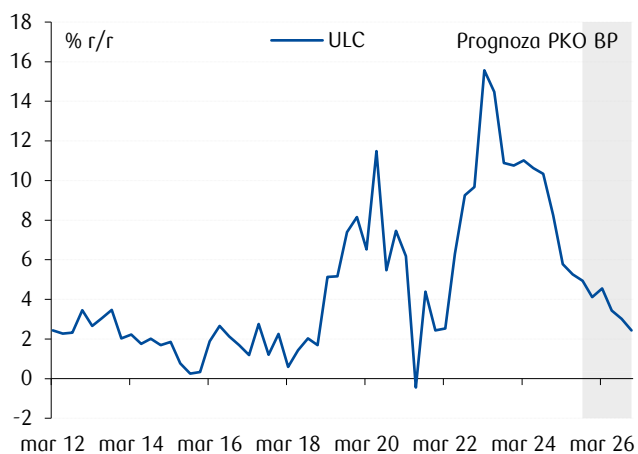
Wydajność pracy*



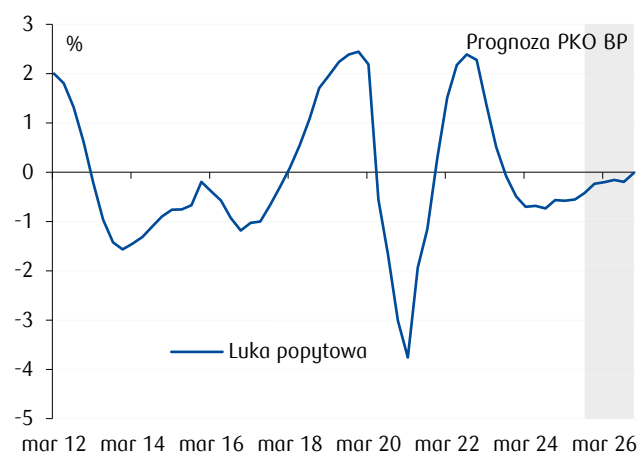
Płace w gospodarce narodowej



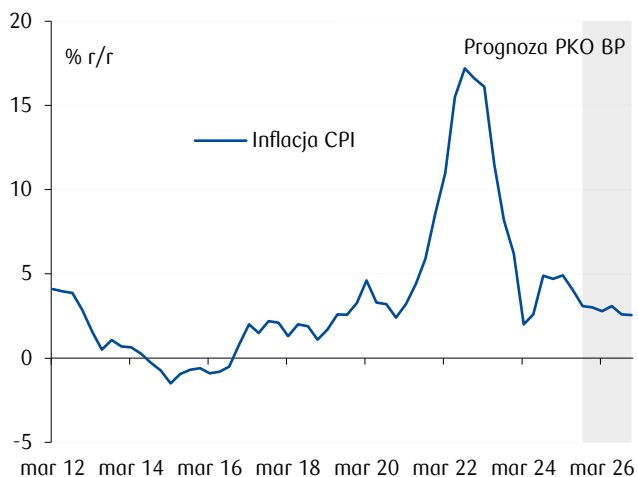
Jednostkowe koszty pracy*



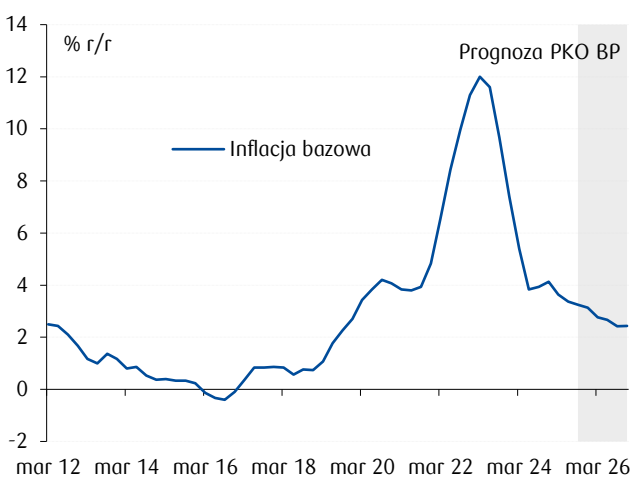
Luka popytowa



Inflacja CPI

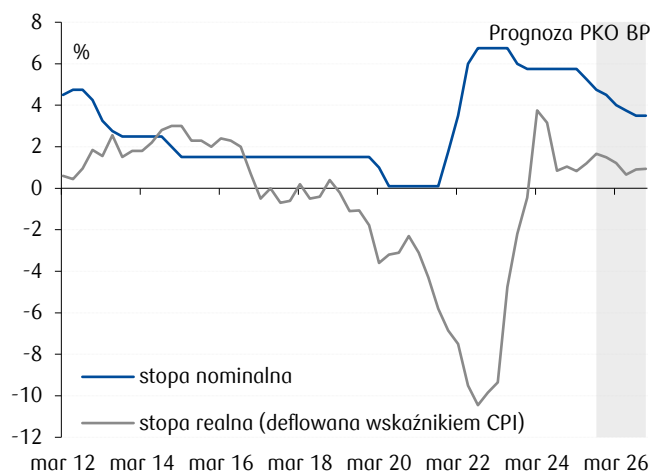


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

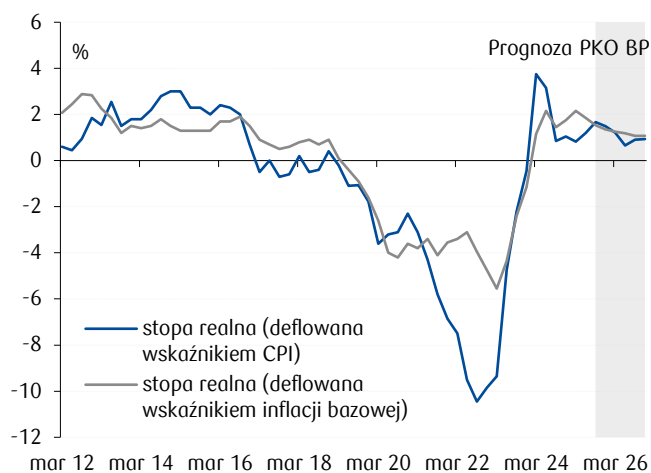


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

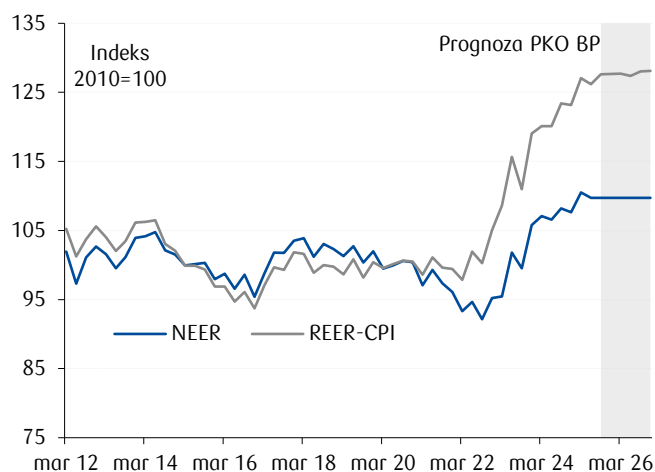
Stopy nominalne vs realne



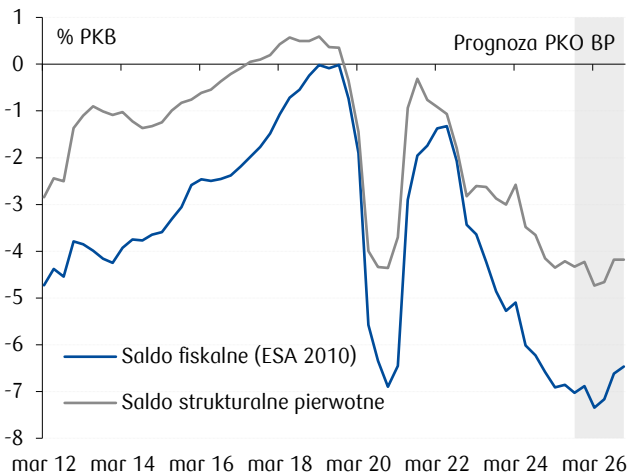
Stopy realne



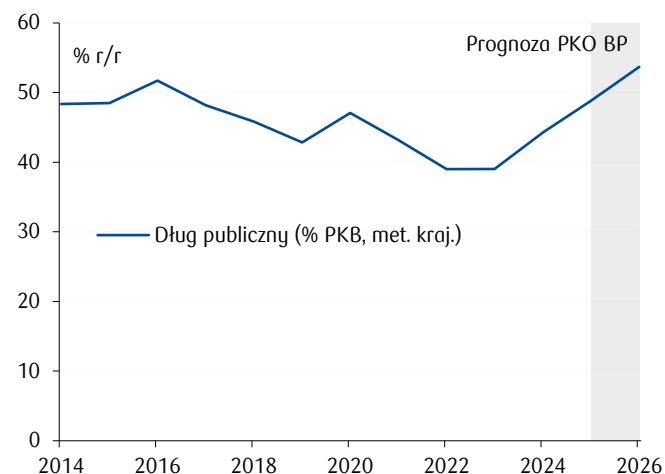
Założenia dotyczące NEER i REER*



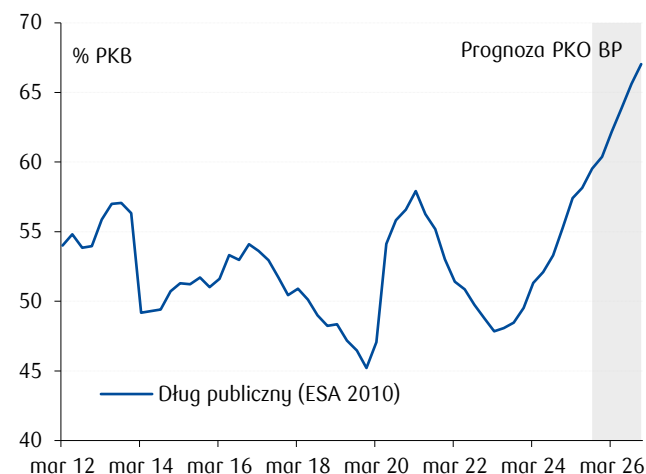
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

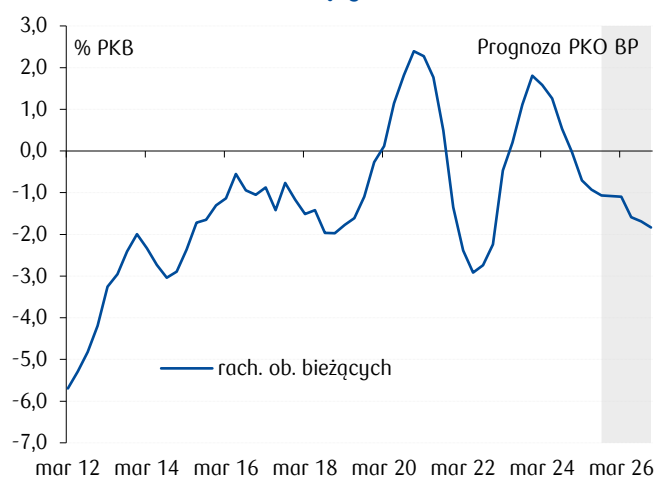


Dług publiczny (ESA 2010)

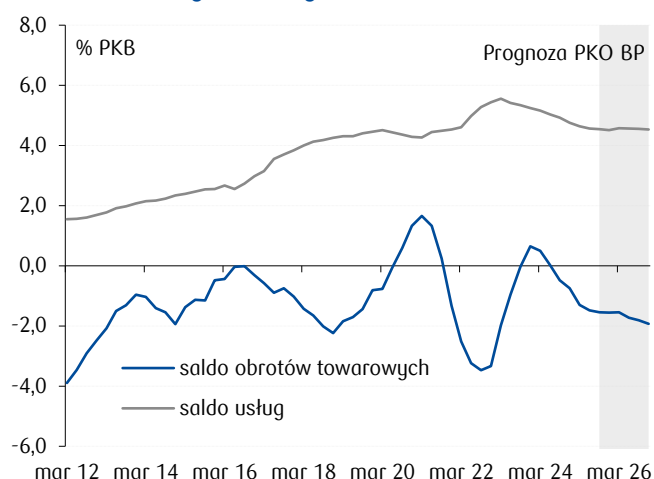


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

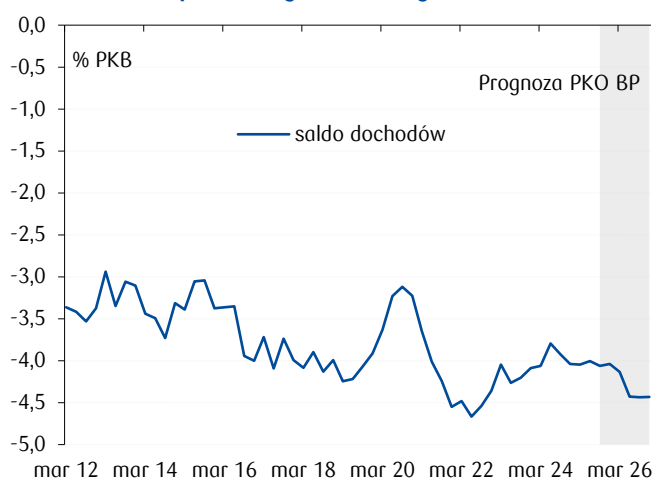
Saldo rachunku obrotów bieżących



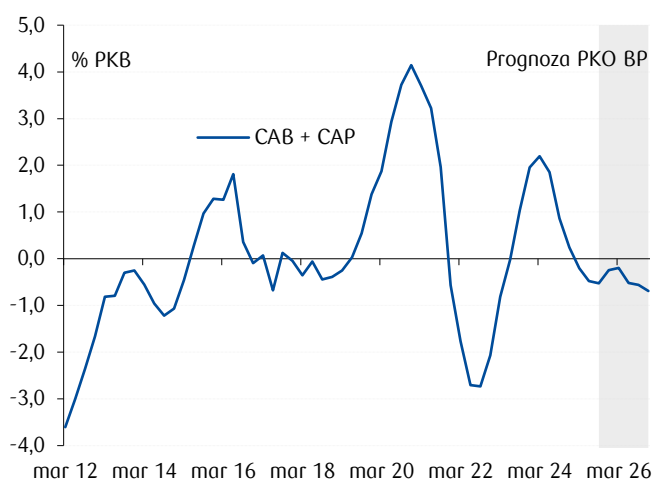
Saldo handlu zagranicznego



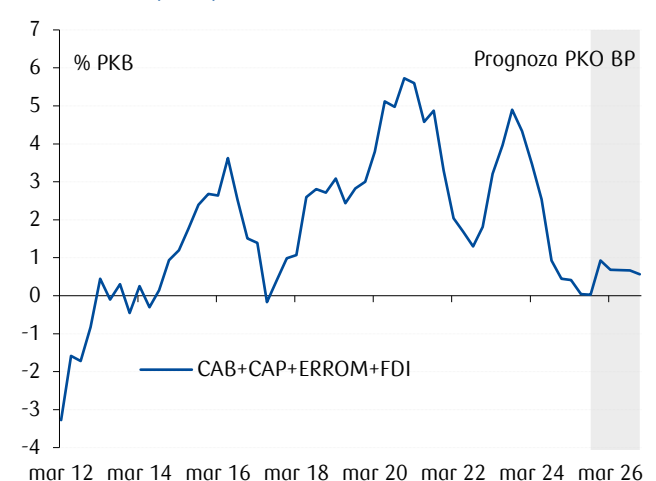
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



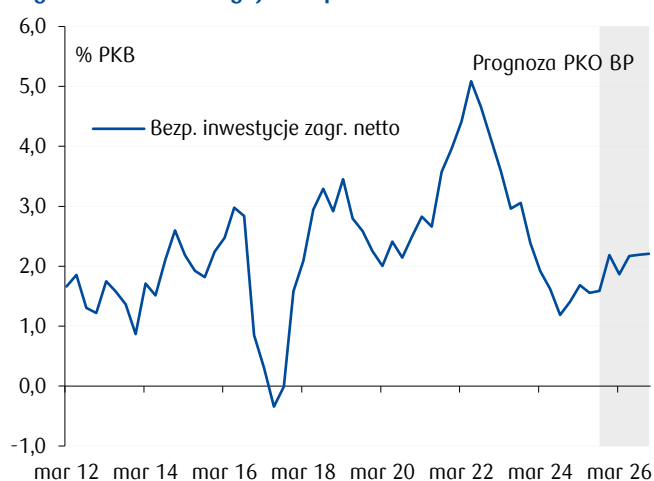
Saldo CAB i CAP*



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	3,5	3,5
Popyt krajowy (pkt. proc.)	5,3	6,4	3,4	-2,6	8,1	4,7	-2,4	4,0	4,0	4,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	3,1	3,9	3,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	1,8	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	-2,2	5,3	11,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	4,5	5,9	4,5	-1,5	4,7	3,3	2,2	2,9	3,6	4,5
Zapasy (pkt. proc.)	0,8	0,5	-1,1	-1,1	3,4	1,4	-4,6	1,1	0,4	-0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,6	-1,1	-0,6	-0,7
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	3892	4145
Rynek pracy										
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	0,6	3,9	0,2	1,3	0,5	0,3	-0,4	-0,3	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	5,5	5,5
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,8	13,7	8,9	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	5,0	3,4
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,8	2,7
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	0,5	0,2
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	3,3	2,9
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2268,2	2479,8	2691,4	2924,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,5	9,3	8,5	8,7
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,3	4,6	5,5	6,1
Kredyty ogółem (mld PLN)	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1428,5	1500,0	1581,7	1719,9
Kredyty ogółem (% r/r)	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	-0,1	5,0	5,5	8,7
Depozyty ogółem (mld PLN)	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2065,3	2266,4	2470,7	2629,1
Depozyty ogółem (% r/r)	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	9,3	9,7	9,0	6,4
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,8	0,0	-1,1	-1,8
Bilans handlowy (% PKB)	-1,0	-2,2	-0,8	1,3	-1,3	-3,3	0,6	-0,8	-1,6	-1,9
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,6	2,9	2,2	2,5	4,0	4,1	2,4	1,4	2,2	2,2
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,3	-6,6	-6,9	-6,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,2	-4,4	-4,3	-4,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	0,2	0,5	-0,4	-4,4	-0,8	-2,8	-3,0	-4,2	-4,2	-4,2
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,4	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,3	60,4	67,0
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,50	3,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,45	1,05	1,49	0,94
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,15	1,75	1,35	1,08
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	5,00	4,00
REER defl. CPI (% r/r)	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,6	12,1	7,1	4,5	0,5

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
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. Świętokrzyska 36, 00-116 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.