

Kwartalnik Ekonomiczny

4q25

Analizy Makroekonomiczne

18 grudnia 2025



**Centrum
Analiz**



Gospodarcza harmonia z jednym dysonansem

- **Otoczenie zewnętrzne stopniowo się poprawia.** Wyniki głównych gospodarek ostatnio pozytywnie zaskakiwały, rośnie optymizm co do siły ożywienia koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, i odporności gospodarki USA. Głównym czynnikiem ryzyka dla globalnej gospodarki pozostaje geopolityka. Zmiana priorytetów polityki USA przy próbie podważenia światowego porządku przez Rosję i Chiny niesie ryzyko nowych zaburzeń i szoków.
- **Poszczególne komponenty krajowej gospodarki układają się w coraz bardziej harmonijny akord durowy, a więc zarażający optymizmem.** Toniką jest stabilna i niska inflacja. Tercją - rynek pracy, schłodzony po kilkuletniej gorączce, ale daleki od generowania ryzyka wzrostu bezrobocia. A dominantą - solidny i jeszcze przyspieszający wzrost gospodarczy. Jeden, choć głośny dysonans, to sytuacja fiskalna, gdzie najsilniej widać skutki geopolitycznych zawirowań.
- **W 2026 wzrost PKB będzie stał na dwóch równie silnych filarach – konsumpcji i inwestycjach.** Inwestycje wejdą na solidne *forte*, wspierane środkami UE, nakładami na zbrojenia i postępującą transformacją przedsiębiorstw. Dynamika konsumpcji ustabilizuje się na poziomie ok. 3,5% - wystarczająco silnym, by wspierać gospodarkę, nie na tyle wysokim, by napędzać inflację.
- **Podobną równowagę wykaże według nas rynek pracy.** Dynamika płac ustabilizuje się w okolicy 6% r/r, co oznacza utrzymanie solidnego wzrostu dochodów w ujęciu realnym, ale - w połączeniu z rosnącą szybciej wydajnością pracy - nie niesie już dużego ryzyka dla rentowności firm i inflacji.
- **Trend dezinflacji wygasa, ale dynamika cen ustabilizuje się na poziomie komfortowym dla RPP i mało zauważalnym dla konsumentów.** Sukces w walce z inflacją będzie też widoczny w komponentach bazowych - inflacja z wyłączeniem cen żywności i energii będzie zbliżona do inflacji ogółem.
- **Równowaga zewnętrzna pozostaje mocną stroną krajowej gospodarki.** Deficyt rachunku obrotów bieżących przestał się pogłębiać w drugiej części 2025. Podtrzymujemy, że w 2026 deficyt wzrośnie w relacji do PKB, ale w mniejszej skali niż zakładaliśmy kwartał temu, wyraźnie poniżej 2%.
- **Szeroka równowaga w gospodarce buduje przestrzeń do prowadzenia neutralnej polityki pieniężnej.** Stopa referencyjna NBP, po redukcji o łącznie 175pb w 2025, nie jest już daleka od neutralnej, ale wciąż jest jeszcze przestrzeń do kilku obniżek. Nadal zakładamy, że ich docelowy zasięg to 3,50%.
- **Do pełni harmonii w gospodarce brakuje tylko równowagi fiskalnej.** 2026 nie przyniesie w tym zakresie wyraźnej poprawy, chociaż deficyt sektora finansów publicznych powinien się nieznacznie zmniejszyć. Nie powstrzyma to jednak silnego wzrostowego trendu relacji długu publicznego do PKB, która na koniec przyszłego roku przekroczy naszym zdaniem 66%.

Główny Ekonomista

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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

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

Marta Petka-Zagajewska

Dyrektorka Biura
tel. 691 335 426

Urszula Kryńska
tel. 722 060 794

Szymon Fabiański
tel. 722 051 585

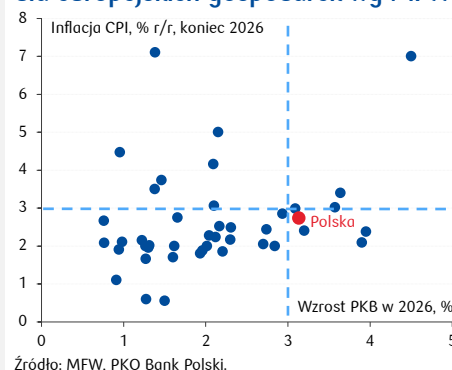
Kamil Pastor
tel. 723 670 836

Agnieszka Pierzak
tel. 666 823 657

Michał Reczek
tel. 783 552 546

Anna Wojtyniak-Stefańska
tel. 698 635 126

Prognozy PKB i inflacji CPI na 2026 dla europejskich gospodarek wg MFW



Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Realny PKB (% r/r)	3,2	3,3	3,8	3,7	3,6	3,7	3,7	3,6	3,0	3,5	3,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,4	2,8	3,1	2,9	3,4	2,8	3,1	2,9	2,9	3,1	3,1
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,9	4,1	3,0	2,6	2,0	2,3	2,1	2,3	3,6	3,6	2,2
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,6	3,4	3,2	2,8	2,4	2,3	2,2	2,3	4,3	3,3	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7	0,3	-1,1	-1,7
Saldo fiskalne (% PKB)*	-6,8	-7,0	-7,0	-6,9	-7,3	-7,0	-6,8	-6,5	-6,5	-6,9	-6,5
Dług publiczny (% PKB)*	57,3	58,1	58,1	59,5	61,5	63,2	64,9	66,2	55,1	59,5	66,2
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,25	4,75	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	5,75	4,00	3,50

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

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Skala ożywienia gospodarczego w 3q25 w strefie euro (1,4% r/r) i Chinach (4,8% r/r) pozytywnie zaskoczyła, natomiast na wyniki PKB w USA, za sprawą najdłuższego w historii zawieszenia działalności rządu, przyjdzie nam jeszcze poczekać. Zrewidowane w górę solidne dane za 2q25 pokazują jednak, że przy braku szoków amerykańska gospodarka pod względem dynamiki wzrostu nadal radzi sobie dobrze. Inflacja CPI pozostaje podwyższona, ale oczekiwania inflacyjne konsumentów obniżyły się. Źródłem obaw jest kondycja rynku pracy – w październiku zatrudnienie istotnie spadło, a w listopadzie nie wróciło do stanu sprzed *shutdownu*. Rezerwa Federalna kontynuuje cykl obniżek stóp kierując uwagę na słabnący rynek pracy. Wzrost PKB w strefie euro konsekwentnie zaskakuje w górę, jednak jest silnie zróżnicowany geograficznie – w 3q25 w Niemczech wyniósł 0,3% r/r, we Francji 0,9% r/r, a w Hiszpanii 2,8% r/r. Inflacja HICP w strefie euro kształtuje się blisko celu, a EBC wg nas zakończył cykl obniżek. Chińska gospodarka utrzymała wysokie tempo wzrostu, ale popyt krajowy kuleje, a presja inflacyjna pozostaje niska. Inflacja CPI w listopadzie wzrosła, jednak średniorocznie pozostanie blisko zera, zaś deflacja na poziomie producentów przekracza 2% r/r.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Perspektywy dla globalnej gospodarki poprawiają się. Podnieśliśmy prognozę wzrostu PKB w USA na 2025-2026 o 0,3pp. Jednocześnie inflacja CPI pozostaje uporczywa i w 2026 może pozostać na podwyższonym poziomie, gdy efekt wyższych ceł zostanie w pełni przeniesiony na konsumentów. Według Fed efekt ceł będzie jednak krótkotrwały. Lepiej postrzegamy też perspektywę strefy euro, dla której prognozy wzrostu podnieśliśmy o 0,1pp. Inflacja HICP w 2026 może znaleźć się nieco poniżej celu EBC (1,8%). W Chinach oczekujemy wzrostu PKB o niemal 5% w tym roku i spowolnienia do ok. 4,5% w przyszłym, co oznacza rewizję w górę wobec wcześniejszej prognozy.

Oczekujemy kontynuacji obniżek stóp Fed w 2026, docelowo do 3,00%, oraz stabilizacji stóp procentowych w strefie euro na poziomie 2,00%. Fed komunikuje, że stopa procentowa jest bliska neutralnej, co umożliwia pauzę, aby zobaczyć jak rozwija się gospodarka. Niemniej kadencja J.Powella kończy się w maju 2026, a jego następcą wskazany przez D.Trumpa najpewniej będzie dążył do złagodzenia polityki pieniężnej. Utrzymanie stóp EBC na niezmiennym poziomie w grudniu przesądziło o końcu cyklu obniżek. Choć jeszcze kwartał temu zarówno my, jak i rynek, zakładaliśmy obniżkę stopy depozytowej do 1,75%, dziś szanse takiego ruchu radykalnie spadły. Możliwe odchylenie inflacji od celu w dół jest przez EBC uznawane za dopuszczalne w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

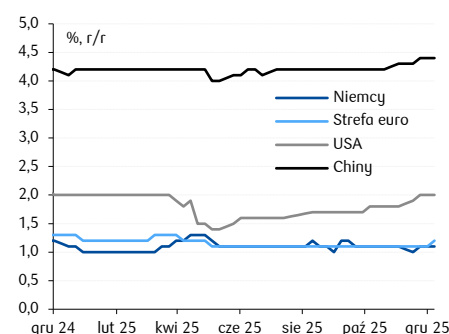
Głównymi źródłami niepewności są: (1) polityka celna USA, w tym umowa z Chinami; (2) skala łagodzenia polityki pieniężnej Fed; (3) tempo realizacji wydatków zbrojeniowych w UE i pakietu fiskalnego w Niemczech; (4) ryzyko geopolityczne.

Otoczenie zewnętrzne

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

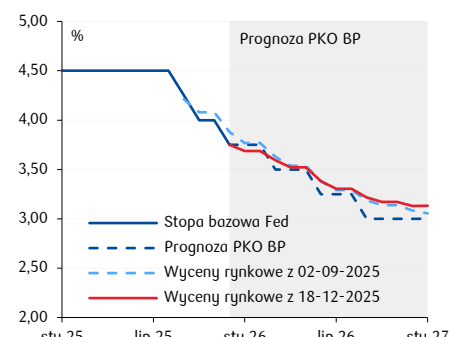
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Ewolucja konsensusu prognoz dla wzrostu PKB w 2026



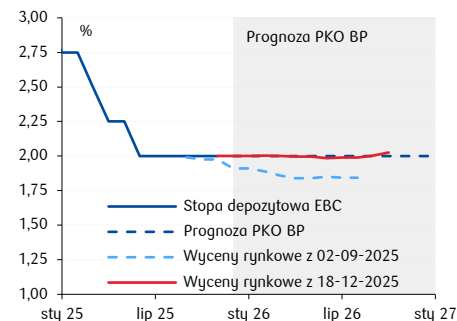
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Wyceny rynkowe ścieżki stóp procentowych Fed



Źródło: Macrobond, Bloomberg, PKO Bank Polski.

Wyceny rynkowe ścieżki stóp procentowych EBC



Źródło: Macrobond, Bloomberg, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

Wzrost PKB od początku roku systematycznie nabierał rozpędu i w 3q25 sięgnął 3,8% r/r. Ożywienie było powszechne - do sektorów usługowych, rosnących od dłuższego czasu, dołączył przemysł, a budownictwo zaczęło wychodzić ze stagnacji. Wyraźne odbicie inwestycji w 3q25 odzwierciedlało już nie tylko wzrost wydatków zbrojeniowych, ale również zwiększenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw i JST. Dotychczas bardzo wolna realizacja KPO nabrała impetu, a wydatki z dotacji w 3q25 wzrosły niemal 4-krotnie w ujęciu r/r. W tempie przekraczającym 7% r/r rosła też konsumpcja publiczna. Jednocześnie, mimo utrzymywania się wysokiej dynamiki realnych dochodów, w 3q25 osłabła dynamika konsumpcji prywatnej, sygnalizując dalszy wzrost skłonności do oszczędzania. Pozytywnym zaskoczeniem był wzrost eksportu aż o 6,1% r/r. Dzięki niemu, po pięciu kwartałach ujemnego wkładu, eksport netto dodał do rocznej dynamiki PKB 0,2pp.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Przewidujemy przyspieszenie wzrostu PKB w 2026 do 3,7% z 3,5% w tym roku. Będzie ono wypadkową zdecydowanego zwiększenia wkładu inwestycji do dynamiki PKB (do 2,1pp z 1pp w 2025), przy lekkim ograniczeniu wkładu pozostałych kategorii: konsumpcji prywatnej (do 1,9pp) i publicznej (do 0,6pp) oraz eksportu netto (do -0,7pp) i przyrostu zapasów (do -0,3pp).

Kontynuacji pozytywnych trendów będzie sprzyjać kulminacja cyklu inwestycyjnego. Napędzać ją będzie napływ środków unijnych (KPO i funduszy spójności) i realizacja wieloletnich projektów infrastrukturalnych, takich jak Port Polska, wspierających rozpoczynające się ożywienie inwestycji prywatnych. Kontynuowane zapewne będą także inwestycje związane z automatyzacją i transformacją energetyczną, czemu sprzyjać będzie poprawa wyników finansowych firm.

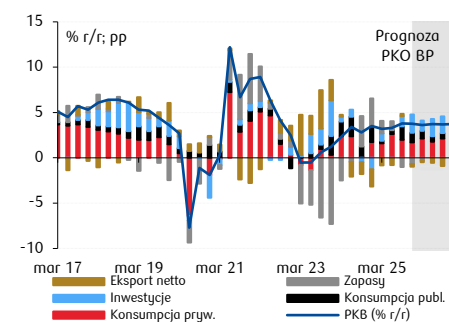
Konsumpcja prywatna, choć - obok inwestycji - pozostanie istotnym motorem wzrostu, będzie rosła nieco wolniej niż w 2025, głównie ze względu na słabszy przyrost realnych dochodów. Napięta sytuacja fiskalna będzie implikować spowolnienie konsumpcji publicznej w 2026, jednak nie będzie ono drastyczne, także z uwagi na wydatkowanie KPO.

Dobra koniunktura w kraju przy słabszej kondycji europejskiej gospodarki wpłynie na utrzymanie ujemnego wkładu eksportu netto do PKB.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

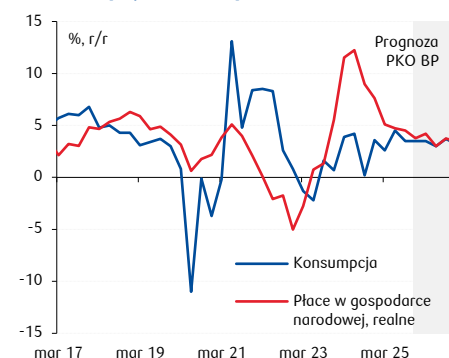
Głównymi źródłami niepewności są: (1) popyt zagraniczny (2) dochody gospodarstw domowych i stopa oszczędności, (3) polityka monetarna w Polsce, (4) przebieg i skutki wojny w Ukrainie, (5) tempo i efektywność wykorzystania KPO.

Struktura wzrostu PKB



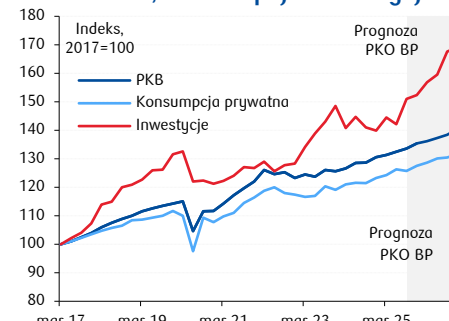
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Konsumpcja na tle płac



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

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	3,3	3,8	3,7	3,6	3,7	3,7	3,6	3,0	3,5	3,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	4,0	3,9	3,6	4,1	3,8	4,3	4,5	4,7	4,2	3,9	4,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	4,5	3,5	3,5	3,5	3,0	3,7	3,2	2,9	3,5	3,4
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	2,7	3,0	4,6	4,7	4,1	4,5	4,8	5,0	3,2	3,8	4,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	6,4	-0,7	7,1	8,9	8,6	13,7	12,9	12,2	-0,9	5,9	12,0
Publiczne [‡] (% r/r)	24,1	-10,0	8,9	12,4	15,5	17,3	14,9	14,2	3,0	8,9	15,5
Prywatne [‡] (% r/r)	0,7	3,2	3,7	7,1	5,8	12,4	12,1	10,8	0,4	3,7	10,3
Zapasy (pkt. proc.)	1,4	1,0	-1,0	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	1,0	0,1	-0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,8	-0,7	0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,8	-1,1	-1,2	-0,4	-0,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	-0,1	1,6	3,9	1,1	2,3	3,3	3,7	4,2	1,1	1,6	3,4
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,0	3,2	3,3
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,6	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,7	-0,4	0,0

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

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

Dane z rynku pracy dostarczają sprzecznych sygnałów, jednak przefiltrowany obraz wskazuje na kontynuację dekonunktury. Według BAEL, w 3q25 odnotowano niewielki wzrost liczby pracujących (o 0,5% r/r) oraz osób aktywnych zawodowo (o 0,7% r/r), przy kontynuacji spadku przeciętnego zatrudnienia (przeliczanego na pełne etaty) w sektorze przedsiębiorstw (w 3q25 średnio o 0,8% r/r). Rozbieżność może wynikać z opóźnienia z jakim BAEL uwzględnia pracujących cudzoziemców (choć wciąż jedynie częściowo), co podbija dynamikę pracujących ogółem. Popyt na pracę pozostaje jednak słaby. W 3q25 liczba wolnych miejsc pracy była o blisko 17% niższa niż rok wcześniej, a stopa bezrobocia BAEL wzrosła do 3,1% z 2,9%. Zarówno w 3q25, jak i 1q25 największy wkład do wzrostu (r/r) liczby bezrobotnych miały osoby, które straciły pracę (vs. zmieniający pracę i (re)aktywizujący się), co ostatnio miało miejsce w czasie pandemii (w 2q21). Stopa bezrobocia rejestrowanego pozostaje podwyższona przede wszystkim ze względu na wcześniejsze zmiany regulacyjne zmniejszające liczbę automatycznych wyrejestrowań. Procesy płacowe wyglądają korzystnie – wzrost nominalnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej spowolnił w 3q25 do 7,5% r/r z 8,8% r/r w 2q25, ale dzięki niskiej inflacji płace wciąż rosną w ujęciu realnym o ok. 4% r/r.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W horyzoncie prognozy spodziewamy się dalszego hamowania dynamiki wynagrodzeń, a w konsekwencji również jednostkowych kosztów pracy. Skala wzrostu płac w gospodarce narodowej w 3q25 była o 1,5pp niższa od naszych założeń, co skłoniło nas do niewielkiej rewizji w dół prognozy względem poprzedniego [Kwartalnika](#). Zakładamy, że w 2025 średni wzrost wynagrodzeń wyniesie trochę ponad 8%, a w 2026 spowolni do ok. 6%. Prognoza przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniła się istotnie i również zakłada hamowanie w 2026, które będzie wspierane przez zatwierdzony przez rząd najniższy od 2005 wzrost płacy minimalnej na poziomie 3%. Wzrost płac w ujęciu realnym nieznacznie spowolni, co przełoży się na spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy, wspierany solidnym przyrostem wydajności pracy.

Popyt na pracę według nas pozostanie ograniczony. Zakładamy, że 2025 zamknie się spadkiem zatrudnienia w skali 0,8%, natomiast jego wzrost w przyszłym roku będzie niewielki, rzędu 0,1%, choć na początku 2026 najpewniej zobaczymy jeszcze ujemne dynamiki. Po relatywnie słabych danych o bezrobociu BAEL w 3q25, w szczególności w zakresie przepływów, postanowiliśmy nieznacznie podnieść prognozę stopy bezrobocia, zarówno BAEL, jak i rejestrowanego, które pozostaną jednak niskie na tle historycznym.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

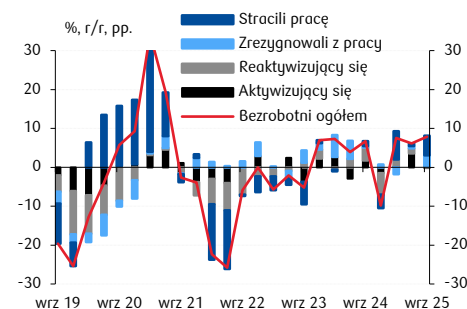
Główne źródła niepewności to: (1) dynamika z jaką BAEL będzie uwzględniać cudzoziemców; (2) skala migracji; (3) wrażliwość stopy aktywności zawodowej na poprawę koniunktury.

Rynek pracy

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,2	0,0	0,3	0,5	-0,4	-0,8	0,1
Pracujący BAEL (% r/r)	-0,8	0,0	0,5	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,4	-0,1	0,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,3	5,2	5,6	5,7	5,9	5,6	5,5	5,7	5,1	5,7	5,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,4	2,8	3,1	2,9	3,4	2,8	3,1	2,9	2,9	3,1	3,1
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,2	58,3	59,0	58,4	58,3	58,5	58,9	58,4	58,5	58,5	58,5
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	8,3	8,9	7,4	7,2	7,1	6,5	6,8	5,9	11,2	7,9	6,6
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	10,0	8,8	7,5	6,4	6,7	5,8	6,2	6,2	13,7	8,2	6,2
Wydajność pracy (% r/r)	4,0	3,3	3,3	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	3,6
ULC (% r/r)	5,8	5,3	4,0	2,6	2,9	2,0	2,5	2,5	9,9	4,4	2,5

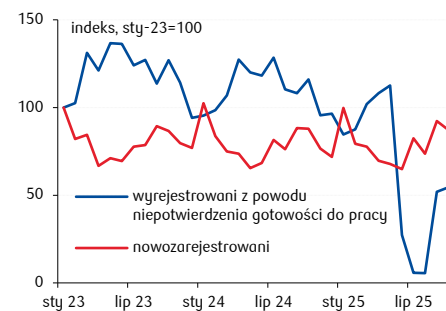
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *koniec okresu.

Dekompozycja rocznej zmiany liczby bezrobotnych wg BAEL*



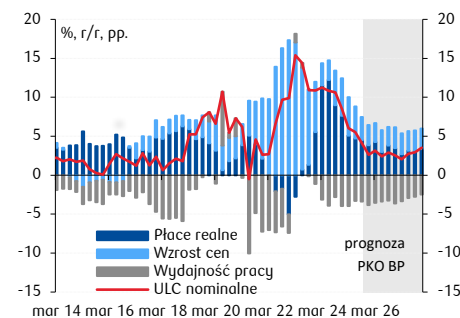
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.*Grupa reaktywizujący się obejmuje osoby powracające do pracy po przerwie, grupa aktywizujący się to osoby podejmujące pracę po raz pierwszy.

Wyrejestrowani bezrobotni z powodu niepotwierdzenia gotowości do pracy na tle nowozarejestrowanych



Źródło: GUS, MRPIPS, Wortal Publicznych Służb Zatrudnienia, PKO Bank Polski.

Dekompozycja dynamiki jednostkowych kosztów pracy (ULC)



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Skala dezinflacji, w tym zwłaszcza w ostatnim kwartale, jest jednym z większych gospodarczych zaskoczeń 2025, chociaż sama struktura dezinflacji nie jest niespodzianką. Największy wkład do niej miały ceny nośników energii, następnie inflacja bazowa i ceny żywności. Każda z tych składowych zadziałała jednak nieco silniej niż oczekiwaliśmy, czemu sprzyjała koincydencja wielu czynników – dłuższego mrożenia cen energii, mniejszej od prognoz skali wzrostu cen ciepła, korzystnych cen żywności jesienią, niskich cen ropy, mocnego złotego, a także szybszego od prognoz hamowania inflacji bazowej. W 3q25 inflacja wróciła do przedziału odchyień od celu, w listopadzie była dokładnie w celu, a teza o trwałym powrocie do inflacyjnej równowagi nie budzi już większych kontrowersji.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W 2026 trend dezinflacji będzie stopniowo wygasał, ale przyniesie jej stabilizację na poziomie komfortowym dla RPP i przy zbilansowanych czynnikach ryzyka. Początek roku to okres podwyższonej niepewności prognoz inflacji ze względu na rewizję koszyka inflacyjnego. W 2026 ta niepewność będzie wyjątkowo duża, bo standardowej zmianie wag towarzyszyć będzie zmiana klasyfikacji, według której zbierane są dane o wydatkach gospodarstw domowych oraz zmianach cen. O ile zmiana ta będzie miała istotny wpływ na punkt startowy inflacji, to nie wpłynie na jej trend w trakcie roku. Ten, w naszej ocenie, przyniesie stabilizację inflacji na niskim poziomie, blisko 2,0% r/r do kwietnia, jej przejściowy wzrost w maju-czerwcu, ponowny spadek w lipcu w okolice 2,0% r/r, a następnie stopniowy wzrost w stronę 2,3% r/r na przełomie 2026/2027. Zakładamy, że w horyzoncie roku dezinflacyjne oddziaływanie utrzymają nośniki energii (w 2026 zdrożeją średnio o 2,5% wobec 7,8% w 2025). Do połowy roku dezinflacyjnie będzie oddziaływać żywność, chociaż w dłuższej perspektywie widzimy jej dynamikę bliżej 3,5-4% r/r. Czynnikiem ryzyka są ceny paliw, których spadki r/r z jedynie minimalnymi przerwami trwają od 2q23. Inflacja bazowa będzie wg nas hamować do ok. 2% r/r, ale pod koniec 2026 jej trend spadkowy się zatrzyma, odzwierciedlając silniejszy popyt wewnętrzny oraz zahamowanie spadkowego trendu wynagrodzeń. W jej przypadku czynnikami ryzyka w górę są siła popytu konsumpcyjnego i trwałość schłodzenia rynku pracy, kluczowego dla dynamiki cen usług. Ten fragment koszyka inflacyjnego, ważący łącznie 27%, odpowiada obecnie za blisko 60% inflacji. In minus na inflację bazową mogą z kolei oddziaływać globalne trendy dezinflacyjne w cenach towarów, m.in. w obliczu rosnącej ekspansji chińskich producentów w Europie. Generowana przez nich presja konkurencyjna może także opóźnić moment wyjścia z deflacji cen producentów, którego obecnie spodziewamy się w 2q26.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

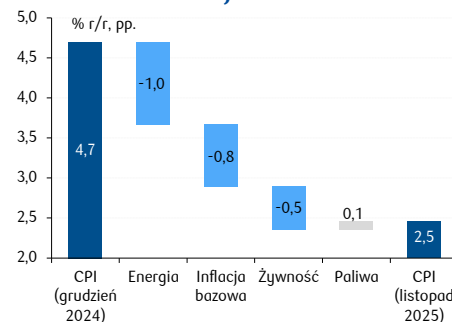
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) trwałość schłodzenia rynku pracy; (2) notowania złotego, ceny surowców; (3) siła konsumpcji; (4) ceny energii.

Procesy inflacyjne

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

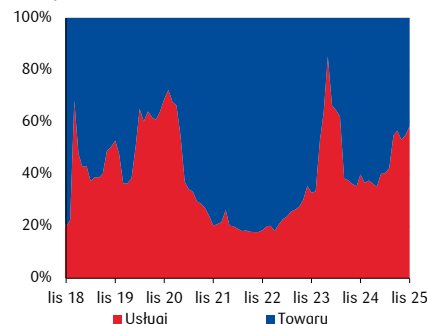
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, †dane na koniec okresu.

Struktura dezinflacji w 2025



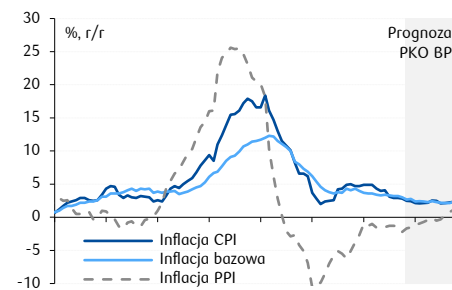
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wkład cen usług i cen towarów do inflacji CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Główne miary inflacji



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Sytuacja w bilansie płatniczym ustabilizowała się. Po październiku deficyt rachunku obrotów bieżących wyniósł 0,8% PKB, co oznacza pogorszenie względem 0,3% PKB nadwyżki w 2024. Od kwietnia saldo towarowe przestało się pogarszać, a jego deficyt ustabilizował się w okolicy 1,5% PKB. Systematycznie spada natomiast nadwyżka usługowa, która na poziomie 4,3% PKB była w październiku najniższa od połowy 2021. Miesiące jesienne pokazały przyspieszenie dynamiki eksportu towarów w okolicie 5% r/r, co było związane z coraz powszechniejszym reeksporem pochodzących z Azji dóbr konsumpcyjnych i nastąpiło pomimo rachitycznego ożywienia w strefie euro.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Podtrzymujemy prognozę dalszego stopniowego wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących. Naszym zdaniem w tym roku wyniesie on 1,1% PKB, a w 2026 pogłębi się do 1,7% PKB. Pogorszenie salda bieżącego w przyszłym roku będzie wg nas złożeniem nieco głębszego niż w 2025 deficytu towarowego (1,7% PKB vs 1,5% PKB), a także mniejszej nadwyżki w handlu usługami, oraz głębszych deficytów na rachunkach dochodów pierwotnych i wtórnych. Oczekujemy, że eksport towarów przyspieszy, jednak jego dynamika pozostanie umiarkowana, ze względu na tylko stopniowe ożywienie gospodarcze w UE oraz efekty cenowe (bilans płatniczy prezentuje dane w ujęciu nominalnym). W ostatnim czasie publikowane przez GUS indeksy cen wymiany towarowej pogłębiły spadki, co z jednej strony odzwierciedla umocnienie PLN, a z drugiej presję deflacyjną w globalnym handlu, związaną m.in. z nadprodukcją w chińskim przetwórstwie. Nadal uważamy, że w 2026 import będzie rósł w szybszym tempie niż eksport, do czego przyczyni się wysoka importochłonność inwestycji, które wzrosną dwucyfrowo. **Oczekiwany przez nas deficyt bieżący nie będzie dowodem nierównowagi makroekonomicznej**, a jego finansowanie zapewnią środki napływające na rachunek kapitałowy i zagraniczne inwestycje bezpośrednie.

Kondycja chińskiego rynku eksportowego wpływa na obie strony wymiany towarowej – z jednej strony Chiny są coraz ważniejszym źródłem importu (w tym z przeznaczeniem na reeksport), z drugiej zaś są istotnym konkurentem na głównych rynkach eksportowych Polski. Na początku 2025 konkurencja z Chin znalazła odzwierciedlenie w obniżeniu się udziału Polski jako dostawcy trwałych towarów konsumpcyjnych na rynki UE.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

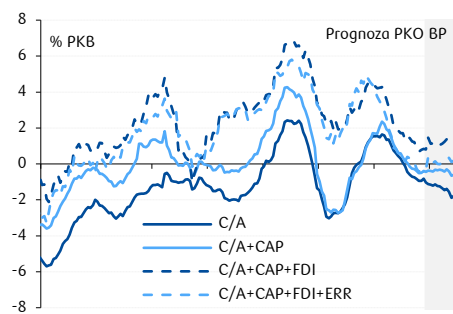
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) funkcjonowanie globalnej wymiany towarowej, w tym w szczególności w kontekście siły importu z Chin; (2) przepływy FDI; (3) przepływy funduszy UE; (4) kształtowanie się cen ropy naftowej i kursu złotego.

Równowaga zewnętrzna

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

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

Miary nierównowagi zewnętrznej



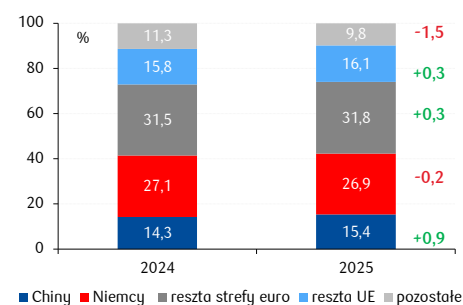
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Ceny w imporcie i eksporcie



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Struktura geograficzna importu (wg kraju pochodzenia) w okresie sty.-paź. danego roku



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

W 2025, w ramach „cyklu mimo woli”, RPP obniżyła stopy procentowe o 175pb, przy czym w drugiej połowie roku obniżała je na każdym posiedzeniu. Stopa referencyjna NBP spadła do 4,00%. Mimo głębokiej redukcji stóp, Rada utrzymywała jastrzębią retorykę, sygnalizując ostrożność i podkreślając, że obniżki są dostosowaniami do spadającej szybciej od oczekiwań inflacji i poprawiających się (w konsekwencji) średnioterminowych perspektyw. Ta strategia „jastrzębich obniżek” sprzyjała temu, że niższe stopy nie prowadziły do osłabienia złotego i w naszej ocenie sprzyjała ograniczeniu ryzyka odfaktycznienia oczekiwań inflacyjnych.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Opracowany przez nas „jastrzębiomierz” nastawienia Prezesa NBP pokazuje trwałe złagodzenie retoryki w 4q25. Jednocześnie, wypowiedzi zarówno Prezesa, jak i członków Rady, wskazują, że chociaż nadal istnieje przestrzeń do obniżek stóp, to dominuje chęć wstrzymania się z nimi, żeby można było lepiej ocenić skutki dotychczasowych działań. Dyskusje wewnątrz Rady o wejściu w tryb „wait-and-see”, mający trwać przynajmniej do marca 2026, nasiliły się po obniżce stóp w grudniu. Naszym scenariuszem bazowym na 2026 pozostaje dalszy spadek stopy referencyjnej, docelowo do 3,5%. W publicznych dyskusjach członkowie Rady sugerowali, że terminalna stopa może znajdować się w przedziale 3-4%. Oczekiwany przez nas poziom 3,5% ma też uzasadnienie teoretyczne, jako złożenie neutralnej stopy procentowej (szacujemy ją na ok. 1%) i inflacji wracającej trwale do celu (2,5%). Według nas obniżki stóp mogłyby nastąpić szybciej niż sugeruje RPP, głównie za sprawą kontynuacji pozytywnych niespodzianek inflacyjnych. Nasza prognoza inflacji (w tym bazowej) wskazuje na jej spadek w 1q26 i stabilizację w dalszych miesiącach oraz pozostaje niższa niż listopadowa projekcja NBP.

Rozkład ryzyka dla prognozy jest wg nas asymetryczny, skierowany w kierunku stopy docelowej niższej niż 3,5%. Do realizacji takiego scenariusza mogłaby się przyczynić m.in. kontynuacja tendencji dezinflacyjnych (dalsze hamowanie inflacji bazowej, korzystne ceny żywności i nośników energii, umocnienie złotego). Wsparciem mogłaby też być sytuacja globalna – obniżki stóp w USA (zakładamy głębsze cięcia niż rynek), dezinflacyjny wpływ chińskiego importu, spadek cen ropy czy porozumienie pokojowe w Ukrainie (potencjalnie umacniające PLN). Prawdopodobieństwo spadku stóp poniżej 3,50% wzrośnie, jeśli Rada zrezygnuje albo mocno skróci zapowiadaną obecnie pauzę w cyklu dostosowań. Opóźnienie obniżek wg nas zwiększy z kolei prawdopodobieństwo zakończenia cyklu na poziomie 3,50%. Czynnikiem ryzyka, na który uwagę zwraca Rada, pozostaje kształt polityki fiskalnej i skala konsolidacji, chociaż w naszej ocenie struktura deficytu nie jest istotnie inflacyjogenna.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

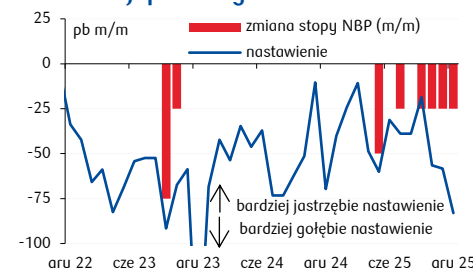
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) sytuacja na rynkach finansowych; (2) kształtowanie się cen ropy naftowej i żywności; (3) kształtowanie się kursu PLN; (4) zmienna retoryka RPP.

Polityka pieniężna

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Stopa referencyjna (%)	5,75	5,25	4,75	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	5,75	4,00	3,50
Realna st. proc. defl. CPI (%)	0,83	1,19	1,84	1,58	1,44	1,09	1,34	1,19	1,05	1,58	1,19
Realna st. proc. defl. infl. baz.(%)	2,15	1,85	1,55	1,24	1,13	1,21	1,35	1,18	1,75	1,24	1,18
Stopa lombardowa (%)	6,25	5,75	5,25	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	6,25	4,50	4,00
Stopa depozytowa (%)	5,25	4,75	4,25	3,50	3,00	3,00	3,00	3,00	5,25	3,50	3,00
Stopa redysk. weksli (%)	5,80	5,30	4,80	4,05	3,55	3,55	3,55	3,55	5,80	4,05	3,55
REER defl. CPI (% r/r)	5,8	4,8	2,6	3,4	0,3	1,0	0,5	-0,2	7,1	4,1	0,4
Nominalny PKB (% r/r)	6,4	6,5	6,3	6,5	6,1	6,4	6,8	7,1	7,0	6,4	6,6

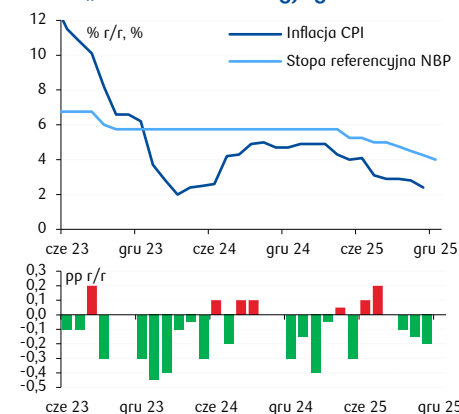
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *realna stopa procentowa liczona ex post

Zmiana stopy referencyjnej NBP vs wskazania „Jastrzębiomierza” konferencji prasowych Prezesa NBP*



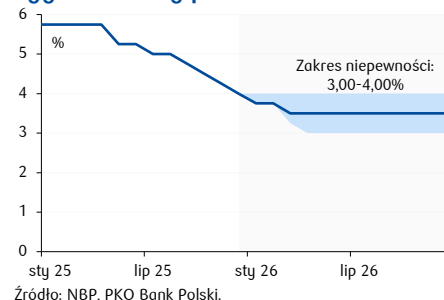
Źródło: Youtube.pl, ChatGPT, PKO Bank Polski. *na podstawie transkrypcji konferencji, opracowanie własne inspirowane badaniami EBC (1 i 2), wykorzystujące słowa/frazy kluczowe, wzmocnienie („być może”/”z pewnością”) i negacje („nie”, „brak”). Podział na wypowiedź wolną oraz sekcję pytań i odpowiedzi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

Inflacja CPI i stopa referencyjna NBP na tle „zaskoczeń inflacyjnych”*



Źródło: NBP, GUS, Parkiet, PKO Bank Polski. *zaskoczenia inflacyjne rozumiane jako różnica między rzeczywistą inflacją CPI a medianą prognoz na dany miesiąc wg konkursu Parkietu.

Bazowa prognoza stopy referencyjnej NBP vs zakres niepewności sygnalizowany przez członków RPP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Sektor fiskalny pozostaje piętą achillesową gospodarki. Na koniec listopada wydatki budżetu państwa (YTD) wzrosły o 7,0% r/r, a dochody spadły o 9,1% r/r, co podbiło deficyt budżetu do 8,1% PKB. Przesunięcia regulacyjne, zwiększające udział PIT i CIT dla JST kosztem sektora centralnego, poprawiły wynik samorządów, które po 3q25 wykazały nadwyżkę 0,5% PKB wobec -0,3% PKB po 3q24. Lepsze wyniki odnotowały też fundusze celowe, po 2q25 osiągając +0,5% PKB względem -0,4% PKB rok wcześniej. Deficyt sektora GG sięga blisko 7% PKB i jest jednym z najgłębszych w historii. Dług GG po 3q25 pozostał na poziomie 58,1% PKB, stabilnie w ujęciu q/q, co jest pozytywną niespodzianką.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

2026, podobnie jak 2025, nie przyniesie rewolucji fiskalnej, a prognozy z poprzedniego [Kwartalnika](#) (spadek deficytu w 2026 do 6,5% PKB przy wzroście długu do 66,2% PKB) pozostają aktualne, pomimo pozytywnego zaskoczenia wynikami zadłużenia za 3q25. Zaskoczenie to można tłumaczyć m.in. dobrymi wynikami JST oraz pierwszym od 8 lat zatrzymaniem wzrostu zadłużenia funduszy celowych. Dodatkowo, obserwowane od kilku kwartałów umocnienie złotego ogranicza skalę wzrostu długu. Szacujemy, że umocnienie złotego wobec euro o 3,5% i wobec dolara o 11,2% od końca 2023 do 3q25 przyczyniło się do obniżenia długu publicznego o 0,8% PKB. Te efekty powodują, że w tym roku, wbrew obawom, dług raczej nie przekroczy 60% PKB. Natomiast w 2026 wzrost długu przyspieszy, częściowo przez "zaksięgowanie" części pożyczkowej KPO, i przebicie tego progu będzie nieuniknione.

Wobec głębokiego deficytu sektora, coraz bardziej potrzebne są działania naprawcze o odpowiedniej skali. W 2026 dochody zostaną wzmocnione przez zmiany w podatkach: wyższą stawkę CIT dla banków, podwyżki akcyzy, podatek cukrowy i wejście KSeF. Szacujemy jednak, że te zmiany dołożą ok. 13 mld PLN wpływów, czyli zaledwie 0,4% PKB względem 2025. Spadające stopy procentowe będą natomiast obniżać dochody z innych podatków (np. podatku Belki), przez co efekt netto poprawy może być słabszy. Wydatki utrzymają zbliżony poziom w relacji do PKB jak w 2025, ale zmienia się ich struktura: przyspieszać będą inwestycje publiczne, a wraz z niższą inflacją spowolni tempo wzrostu nakładów na świadczenia społeczne i wynagrodzenia. Obniżki stóp ograniczą natomiast koszty obsługi długu o 25 mld PLN w ciągu 2 lat (wg szacunków [NBP](#)).

Trajektoria długu pokazuje, że niezbędne są dostosowania w finansach publicznych. W Makro Focusie: [Przedwiośnie konsolidacji fiskalnej](#) przedstawiliśmy przegląd narzędzi, które mogłyby ograniczyć deficyt fiskalny i ustabilizować dług publiczny.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

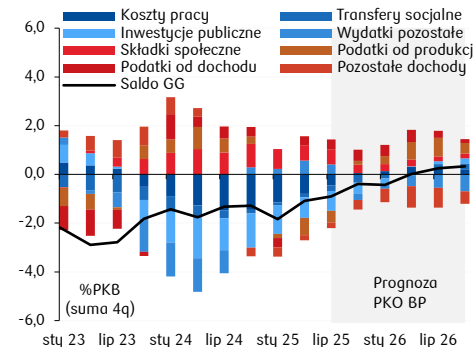
Główne źródła niepewności to: (1) skala wydatków militarnych; (2) kampania przed wyborami w 2027; (3) zmiany stóp proc. i kursów FX, (4) zmiany podatkowe.

Polityka fiskalna†

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2024	2025	2026
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-6,8	-7,0	-7,0	-6,9	-7,3	-7,0	-6,8	-6,5	-6,5	-6,9	-6,5
Dochody (% PKB, ESA2010)	43,0	43,0	43,3	43,6	43,7	44,0	44,2	44,3	43,0	43,6	44,3
Podatki związane z produkcją (% PKB, ESA2010)	14,3	14,0	14,1	14,6	14,7	14,9	15,0	15,2	14,4	14,6	15,2
Wydatki (% PKB, ESA2010)	49,8	50,0	50,3	50,5	51,0	51,0	51,0	50,8	49,4	50,5	50,8
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,2	2,5	2,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,5	-4,6	-4,5	-4,3	-4,7	-4,5	-4,3	-4,0	-4,3	-4,3	-4,0
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,3	-4,4	-4,3	-4,3	-4,7	-4,4	-4,3	-4,1	-4,1	-4,3	-4,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	57,3	58,1	58,1	59,5	61,5	63,2	64,9	66,2	55,1	59,5	66,2
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

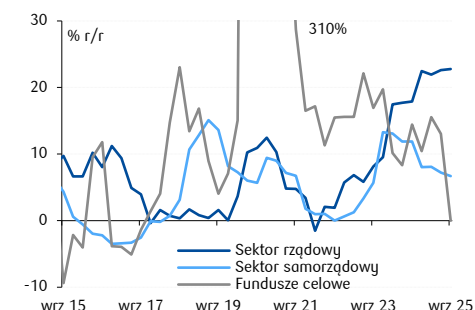
Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Dekompozycja rocznej zmiany salda sektora GG



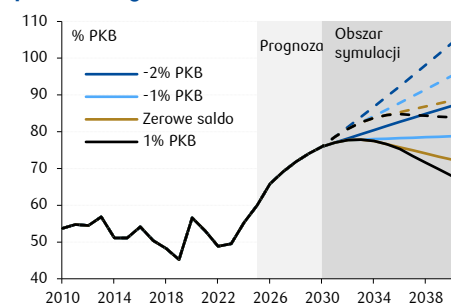
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Dynamika zadłużenia w poszczególnych działach sektora GG*



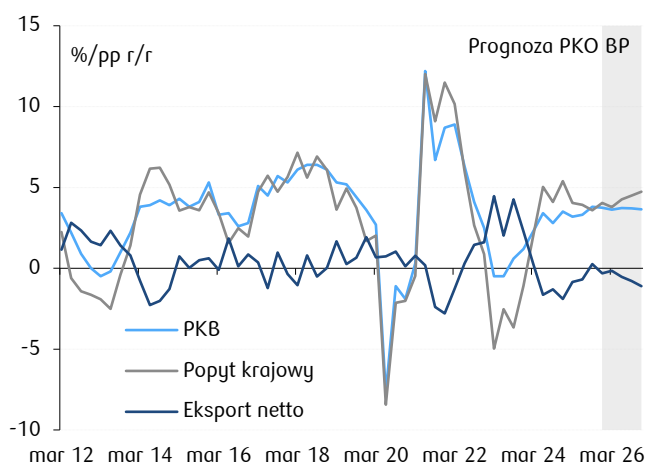
Źródło: MF, PKO Bank Polski. *Pominięto sektor ubezpieczeń społecznych ze względu na jego znikomy udział.

Projekcja długu publicznego w scenariuszach przyjętego salda pierwotnego*

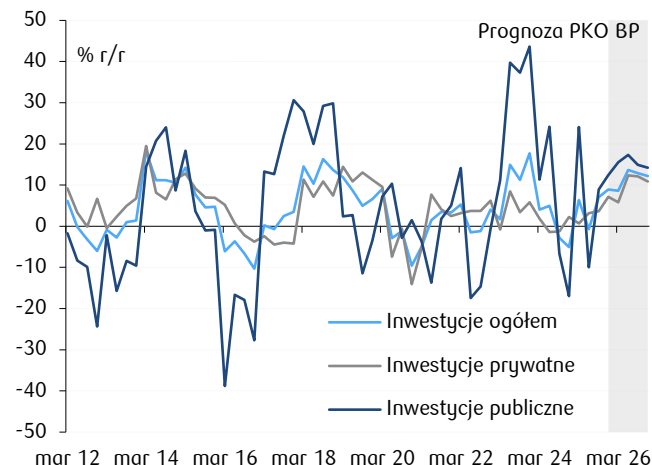


Źródło: MF, PKO Bank Polski. *linia ciągła oznaczają scenariusz pozytywny rozwoju gospodarczego (5% wzrostu nominalnego PKB), linie przerywane negatywny scenariusz (3% wzrostu nominalnego PKB).

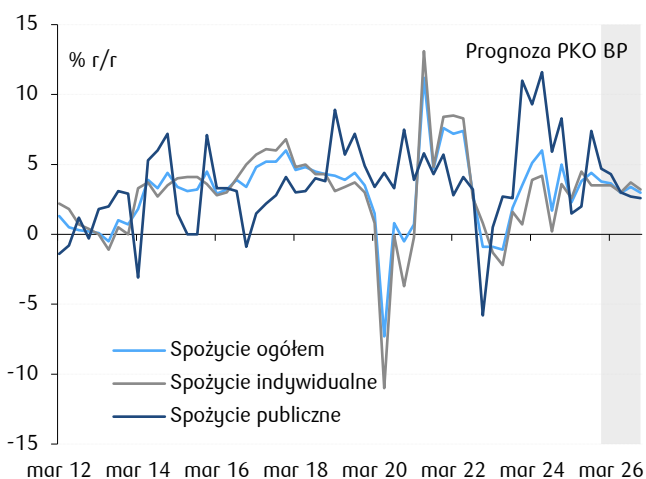
Realny PKB



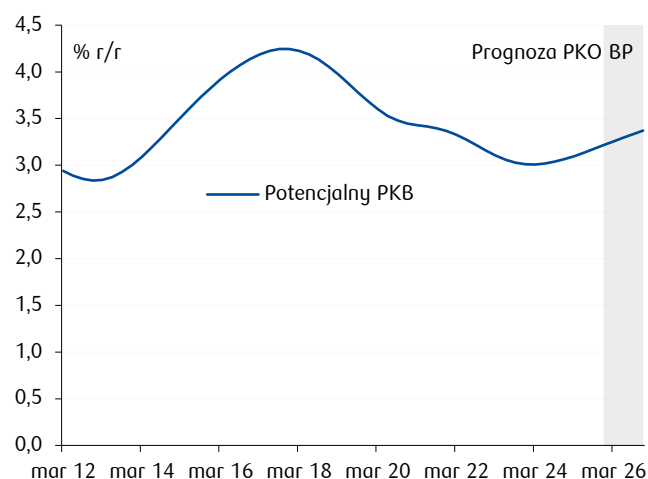
Popyt inwestycyjny



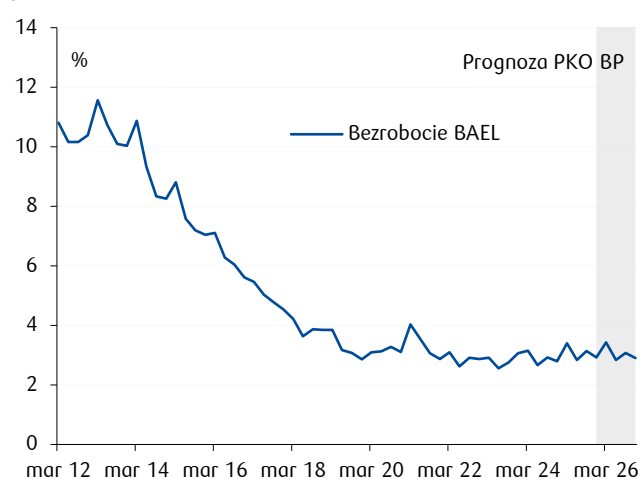
Popyt konsumpcyjny



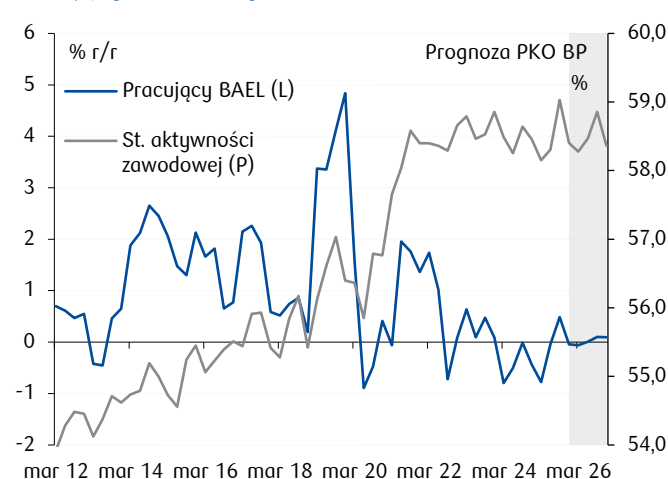
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

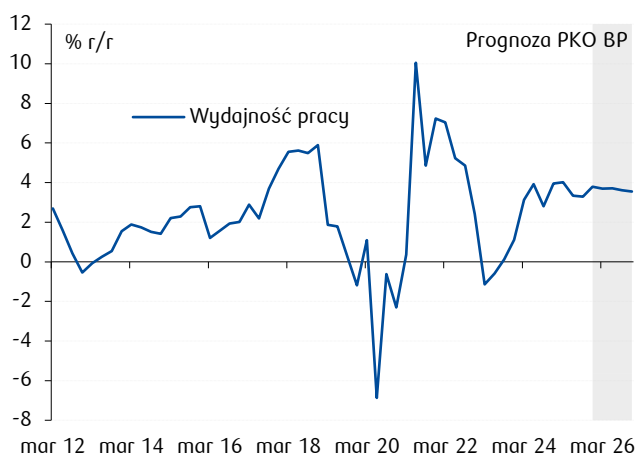


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

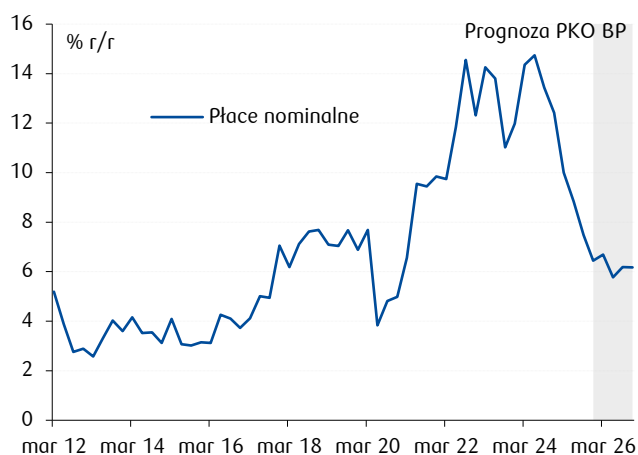


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

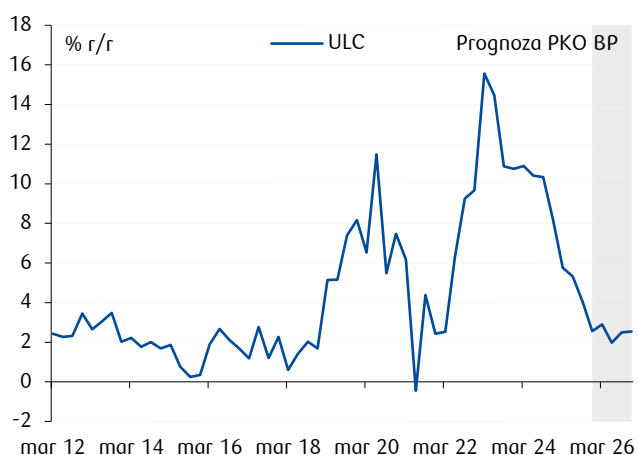
Wydajność pracy*



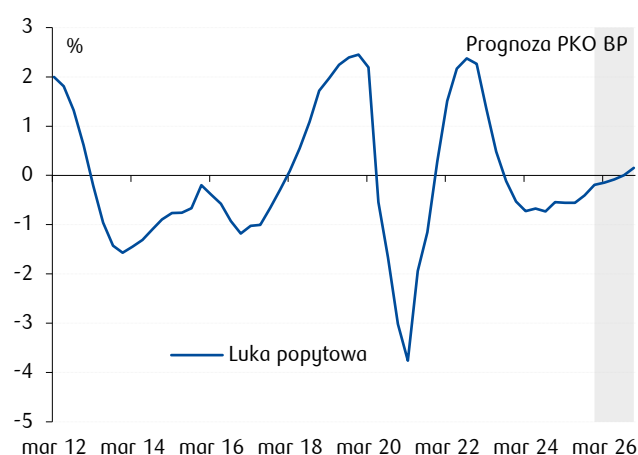
Płace w gospodarce narodowej



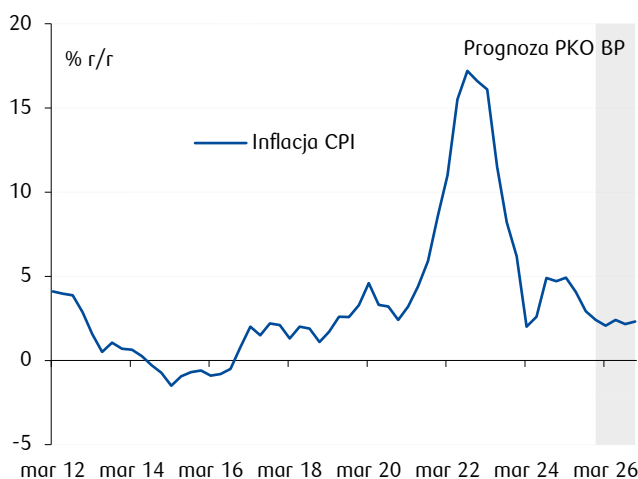
Jednostkowe koszty pracy*



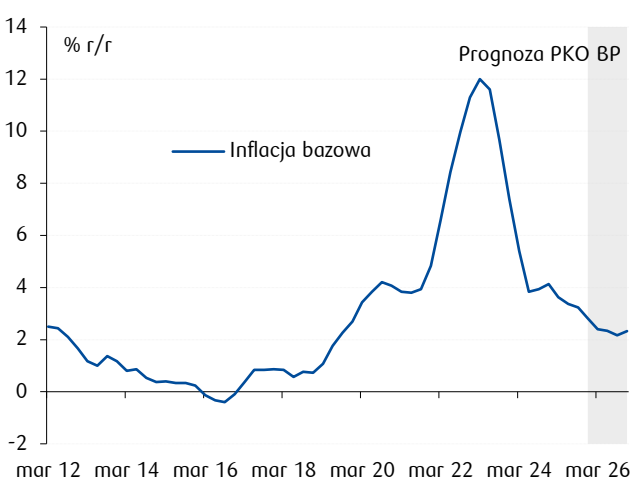
Luka popytowa



Inflacja CPI

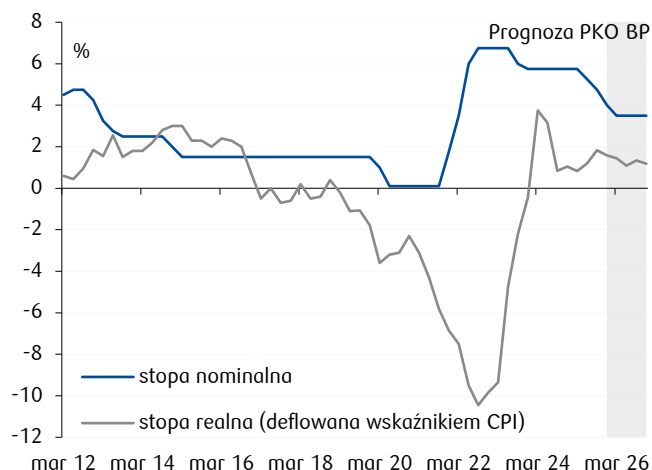


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

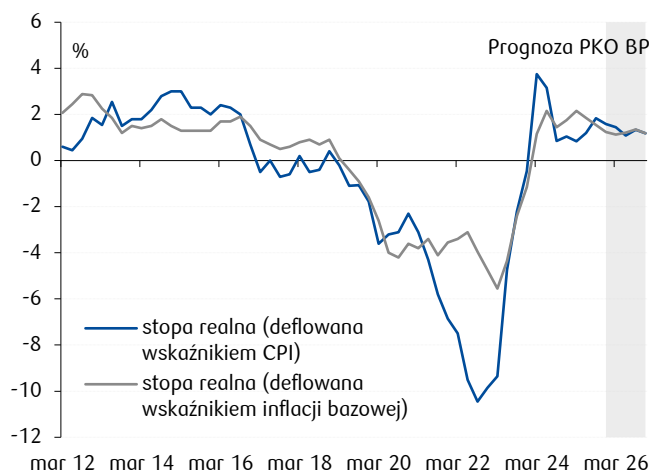


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

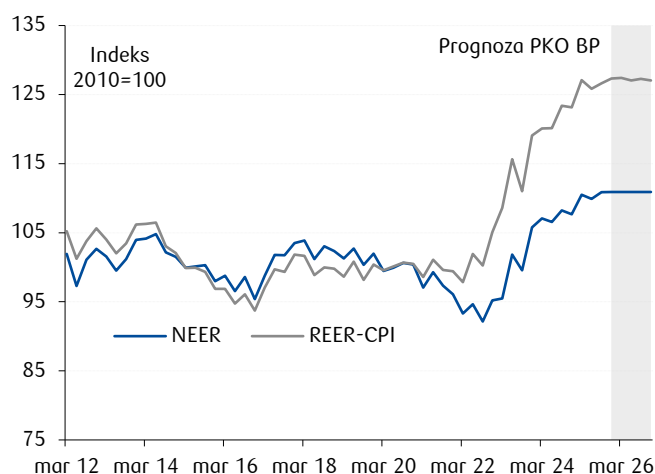
Stopy nominalne vs realne



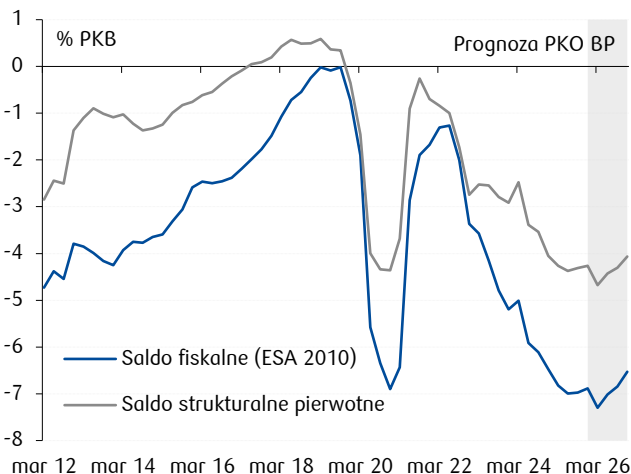
Stopy realne



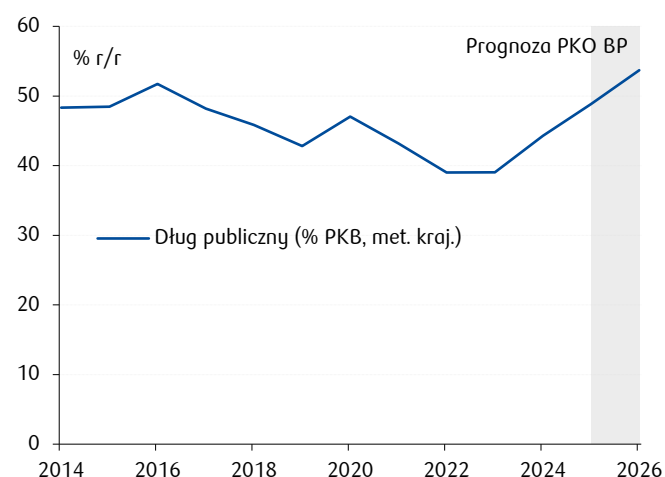
Założenia dotyczące NEER i REER*



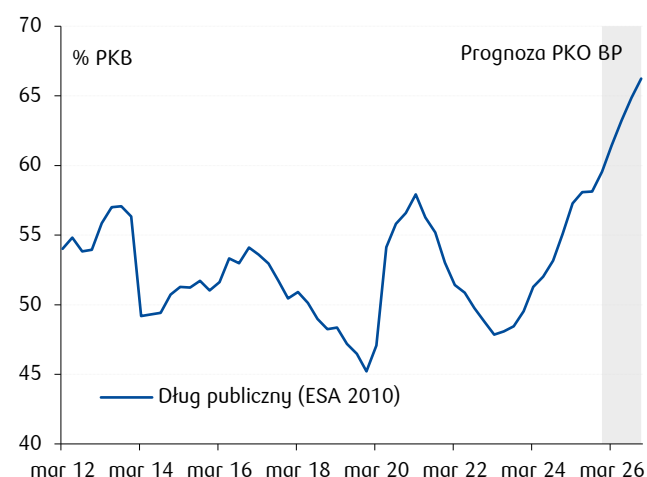
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

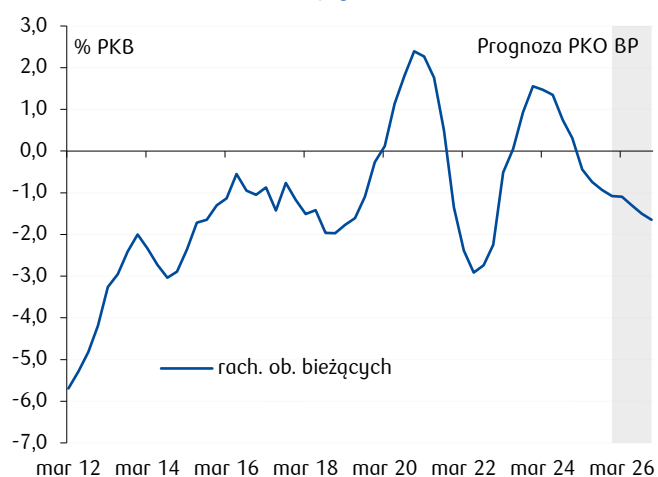


Dług publiczny (ESA 2010)

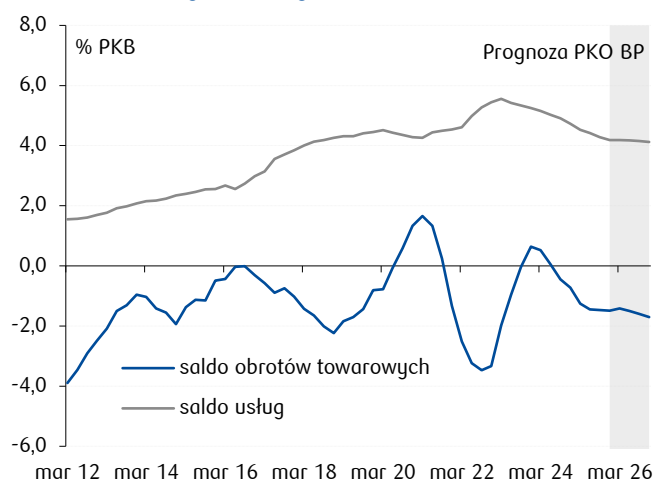


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

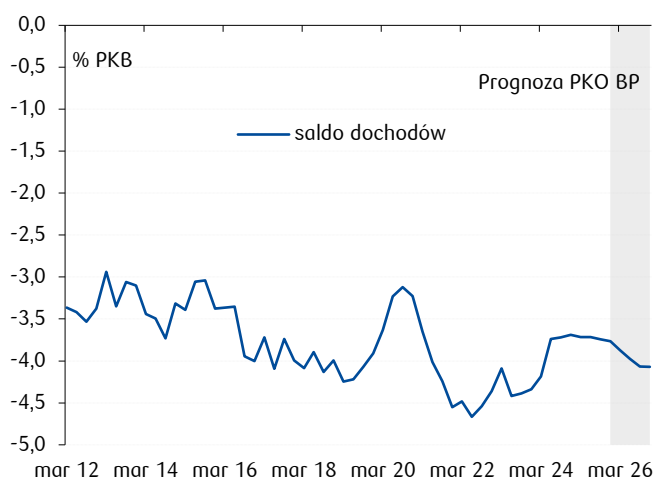
Saldo rachunku obrotów bieżących



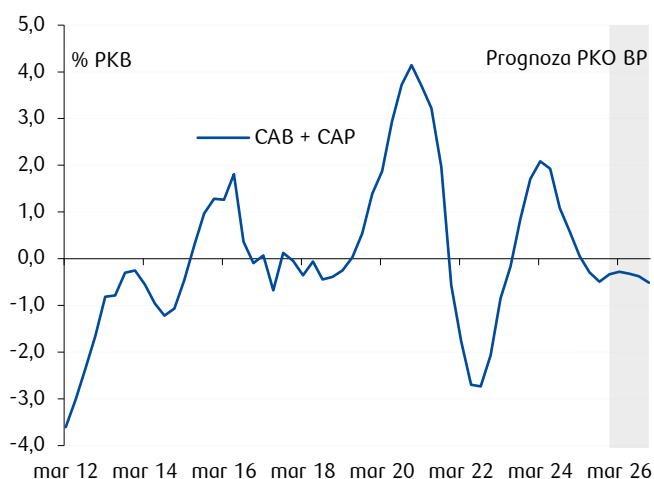
Saldo handlu zagranicznego



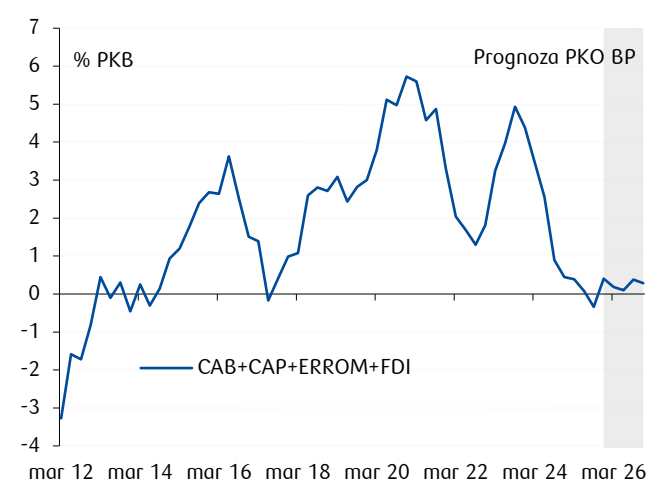
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



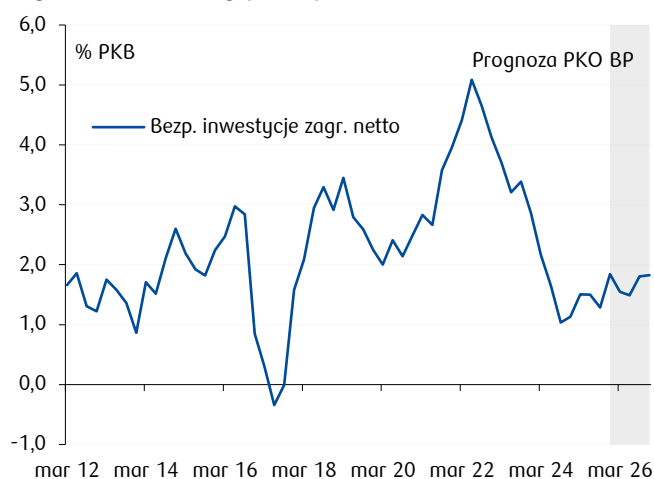
Saldo CAB i CAP*



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	3,0	3,5	3,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	5,3	6,4	3,4	-2,6	8,1	4,7	-2,4	4,2	3,9	4,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	6,1	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,5	3,4
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	1,8	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	-0,9	5,9	12,0
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	4,5	5,9	4,5	-1,5	4,7	3,3	2,2	3,2	3,8	4,6
Zapasy (pkt. proc.)	0,8	0,5	-1,1	-1,1	3,4	1,4	-4,6	1,0	0,1	-0,3
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,1	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	2,6	-1,2	-0,4	-0,7
Produkt potencjalny (% r/r)	4,2	4,2	3,8	3,5	3,4	3,2	3,0	3,0	3,2	3,3
Nominalny PKB (mld PLN)	1997	2148	2314	2363	2662	3101	3415	3653	3888	4146
Rynek pracy										
Pracujący BAEL (% r/r)	1,7	0,6	3,9	0,2	1,3	0,5	0,3	-0,4	-0,1	0,0
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,7	55,7	56,5	56,4	58,2	58,4	58,7	58,5	58,5	58,5
Stopa bezrobocia BAEL (%)	4,9	3,9	3,2	3,2	3,4	2,9	2,8	2,9	3,1	3,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	6,6	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,1	5,7	5,7
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	5,3	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,8	13,7	8,2	6,2
Wydajność pracy (% r/r)	3,4	5,6	0,7	-2,2	5,6	4,9	-0,1	3,5	3,6	3,6
ULC (% r/r)	1,9	1,4	6,4	7,7	3,1	6,9	12,9	9,9	4,4	2,5
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	2,0	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	2,2
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	2,7	0,8	1,2	0,6
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	1,3
Inflacja bazowa (% r/r)	0,7	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	4,3	3,3	2,3
Deflator PKB (% r/r)	1,8	1,2	3,0	4,2	5,3	10,5	10,2	3,8	2,8	2,8
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1324,4	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2268,2	2479,8	2719,7	2947,6
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,6	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,5	9,3	9,7	8,4
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	2,5	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,3	4,6	7,3	6,1
Kredyty ogółem (mld PLN)	1172,3	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1428,1	1499,6	1574,2	1682,8
Kredyty ogółem (% r/r)	3,7	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	-0,1	5,0	5,0	6,9
Depozyty ogółem (mld PLN)	1194,6	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2065,3	2266,0	2434,6	2576,0
Depozyty ogółem (% r/r)	4,4	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	9,3	9,7	7,4	5,8
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-1,1	-1,7
Bilans handlowy (% PKB)	-1,0	-2,2	-0,8	1,3	-1,3	-3,3	0,6	-0,7	-1,5	-1,7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,6	2,9	2,2	2,5	4,0	4,1	2,9	1,1	1,8	1,8
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,5	-6,9	-6,5
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,6	-1,8	-3,1	-4,3	-4,3	-4,0
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	0,2	0,5	-0,4	-4,4	-0,7	-2,7	-2,9	-4,1	-4,3	-4,1
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	50,4	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	55,1	59,5	66,2
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00	3,50
Realna st. ref. defl. CPI (%)	-0,60	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,45	1,05	1,58	1,19
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,15	1,75	1,24	1,18
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	4,00
REER defl. CPI (% r/r)	4,3	0,6	-0,5	0,7	-0,5	1,6	12,1	7,1	4,1	0,4

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: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:
centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

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



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.