

Kwartalnik Ekonomiczny

3q26

Analizy Makroekonomiczne

30 września 2026



Bank Polski

Centrum
Analiz



Teatr lalek

- **Światowa gospodarka to nadal marionetka w geopolitycznym teatrze lalek. Konflikt na Bliskim Wschodzie eskaluje dłużej niż zakładaliśmy, ale globalny wzrost wykazuje nawet większą niż przyjęliśmy odporność na ten szok.** USA utrzymują się na ścieżce wzrostu, a strefa euro wychodzi z długiego letargu. Istotnym motorem wzrostu, nie tylko amerykańskiej gospodarki, stały się inwestycje związane z AI. Inflacja wzrosła w wyniku szoku podażowego, na który liczne banki centralne zareagowały podnosząc stopy procentowe. Obraz globalnych perspektyw jest jednak skrajnie niepewny, a zmienne ceny ropy naftowej i innych surowców mogą zachwiać kruchą równowagę. Pogorszenie perspektyw inflacji, napięcia fiskalne i ryzyko (geo)polityczne negatywnie odbijają się na rynkach długu. Silny wzrost rentowności długoterminowych obligacji wywiera z kolei presję na banki centralne i finanse publiczne.
- **Nadal uważamy, że krajowa gospodarka będzie odporna na obecny szok i podtrzymujemy prognozy wzrostu PKB w Polsce na 2026-2027.** Nawet nieco silniej niż prognozowaliśmy zmienia się struktura wzrostu. Podwyższona inflacja i obniżona dynamika realnych dochodów ograniczają wzrost konsumpcji, a szczyt wykorzystania środków z KPO wspiera inwestycje. Jednocześnie coraz lepiej radzi sobie eksport. Firmy w Polsce umiejętnie wpisują się w globalne trendy i coraz skuteczniej włączają się w łańcuchy wartości związane z AI. Silny wzrost eksportu łagodzi skutki gwałtownego wzrostu cen importowanych surowców, dzięki czemu pogorszenie równowagi zewnętrznej jest niewielkie, a wkład eksportu netto do PKB poprawia się.
- **Na rynku pracy spodziewamy się dalszej stabilizacji.** Ostatni niewielki wzrost bezrobocia przypisujemy głównie zmianom regulacyjnym, ale popyt na pracę jest wyraźnie schłodzony. Nominalny i realny wzrost płac jest coraz słabszy. Hamuje też wzrost jednostkowych kosztów pracy.
- **Perspektywy inflacji są obciążone wysoką niepewnością związaną z cenami surowców.** Przy cenach ropy powyżej 100 USD/bbl, inflacja CPI na koniec 2026 zmierza powyżej 4% r/r. W scenariuszu zakładającym powolny spadek cen ropy, inflacja CPI na koniec 2027 wraca do 2% r/r. Przy założeniu stabilizacji cen ropy na obecnym poziomie, inflacja CPI też spada, ale do 3% r/r.
- **Mimo zmiennej retoryki członków RPP, stopy procentowe NBP mogą na dłużej pozostać bez zmian.** Oczekiwany wzrost inflacji na przełomie 2026/2027 uniemożliwia wznowienie obniżek stóp co najmniej do 2q27, z ryzykiem konieczności zaostrzenia polityki pieniężnej przy nasileniu szoku. W bazowym scenariuszu pozostawiamy jednak wznowienie obniżek stóp od połowy 2027 pod warunkiem, że dojdzie do trwałej stabilizacji sytuacji na Bliskim Wschodzie.
- **Trendy w krajowych finansach publicznych pozostają niekorzystne, mimo odpowiedzialnej fiskalnie propozycji rządu dotyczącej zmian podatkowych.** Konsolidacja fiskalna została odłożona na „po wyborach”, a prognozy pokazują kilkuletnią stabilizację deficytu na poziomie 7% PKB. W rezultacie, dług szybko narasta, a w kolejnych latach reguły fiskalne mogą wymusić gwałtowną konsolidację, pogarszającą perspektywy gospodarki.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

Dyrektorka Biura

Marta Petka-Zagajewska

Urszula Kryńska

Szymon Fabiański

Kamil Pastor

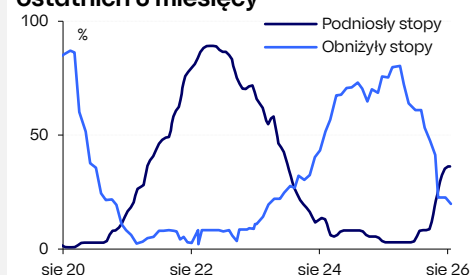
Agnieszka Pierzak

Michał Reczek

dr Anna Sznajderska

Anna Wojtyniak-Stefańska

Odsetek banków centralnych, zmieniających stopy w okresie ostatnich 6 miesięcy



Źródło: OECD, PKO Bank Polski; dane dla 37 banków w okresie do sierpnia 2026.

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Realny PKB (% r/r)	3,5	3,9	3,4	3,2	2,8	2,5	2,9	3,0	3,6	3,5	2,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,3	3,2	3,3	3,2	3,3	3,1	3,2	3,2	3,1	3,3	3,2
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,4	3,0	3,5	4,3	4,0	3,6	2,9	2,1	3,6	3,3	3,1
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	2,6	3,0	3,2	3,5	3,4	3,2	3,1	3,0	3,3	3,1	3,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-1,1	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0	-1,8	-1,6	-0,9	-1,7	-1,6
Saldo fiskalne (% PKB) [†]	-7,1	-7,1	-7,0	-7,1	-7,4	-7,1	-7,1	-7,1	-7,3	-7,1	-7,1
Dług publiczny (% PKB) [†]	61,6	64,5	64,9	66,3	67,6	68,9	70,1	71,4	59,7	66,3	71,4
Stopa referencyjna NBP (%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00	4,00	3,75	3,00

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

(1). Otoczenie zewnętrzne

TRENDY BIEŻĄCE

Światowa gospodarka wykazuje odporność na szok energetyczny. Ograniczenia podaży ropy naftowej okazały się mniej dotkliwe od obaw, a ożywienie w handlu i produkcji jest dodatkowo wspierane przez inwestycje związane z AI. W 2q26 to europejska gospodarka rosła szybciej niż amerykańska – PKB wzrósł o 0,6% q/q, wobec 0,4% q/q w USA, chociaż w ujęciu r/r USA nadal „prowadzą”. Gospodarka strefy euro rosła dzięki eksportowi i konsumpcji, relatywna słabość USA to skutek ujemnego wkładu eksportu netto (wysoki import m.in. sprzętu związanego z rozwojem AI) i zapasów. **Jednocześnie przedłużający się okres wysokich cen surowców energetycznych podbija inflację** – w sierpniu wskaźnik HICP w strefie euro wzrósł do 3,2% r/r, a inflacja CPI w USA wyniosła 3,4% r/r. W reakcji na wysoką bieżącą inflację, przy ograniczonych efektach drugiej rundy, oba główne banki centralne podniosły stopy procentowe, a decyzję ułatwiła stabilna sytuacja na rynkach pracy. W strefie euro, po dwóch sygnałach podwyżek, stopa depozytowa wynosi 2,50%, w USA, po wrześniowej podwyżce, docelowy przedział stopy *fed funds* to 3,75%-4,00%. W Chinach w 2q26 wzrost gospodarczy wyhamował do 4,3% r/r. Pomimo wzrostu cen energii, inflacja CPI pozostaje niska w okolicy 1% r/r.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Krótkoterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie pozostają pozytywne. OECD podniosła we wrześniu prognozę dynamiki globalnego PKB w 2026 do 2,9% z 2,8%, a na 2027 prognozuje 3,0%. Względem poprzedniego [Kwartalnika](#), podnieśliśmy prognozę wzrostu PKB w strefie euro w 2026 do 1,0%, a w 2027 do 1,3%. W przypadku USA oczekujemy dynamik w przedziale 2,1-2,2%, o 0,1pp wyższych niż poprzednio. Europejską inflację podbijają nie tylko ceny ropy, ale też gazu ziemnego, a szok energetyczny wydłuża się względem wcześniejszych prognoz, dlatego podnieśliśmy nieznacznie prognozę inflacji w strefie euro na 2027. **Wywołana przez przedłużający się szok energetyczny zmiana nastawienia banków centralnych będzie postępowała** – w sierpniu ponad 1/3 banków centralnych w państwach OECD podnosiła stopy procentowe. Prognozujemy, że zarówno EBC, jak i Fed podniosą do końca roku stopy procentowe o 25pb. W przypadku Fed taką decyzję uzasadniają solidny wzrost gospodarczy i potencjalne nowe źródła presji inflacyjnej pochodzące z inwestycji w AI. W strefie euro, gdzie postępujące ożywienie gospodarcze ma kruche podstawy, ewentualną podwyżkę będziemy oceniać jako wyraz nadmiernej ostrożności. Sytuacja na rynkach finansowych, w tym dalszy silny wzrost rentowności długookresowych obligacji, może wywierać dalszą presję na banki centralne i finanse publiczne. Nadal oczekujemy, że inflacja ustabilizuje się w okolicy celu w 2027, wzrost gospodarczy w strefie euro nieznacznie przyspieszy, wspierany przez inwestycje publiczne, a w USA ustabilizuje się na obecnym poziomie.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

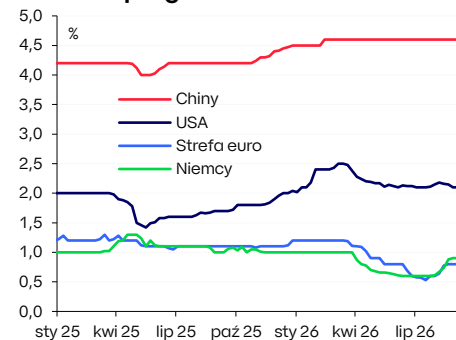
Głównymi źródłami niepewności są: (1) ceny surowców energetycznych i ich przełożenie na inflację; (2) wpływ szoku energetycznego na popyt; (3) tempo realizacji wydatków publicznych w UE.

Otoczenie zewnętrzne

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	0,6	1,2	1,0	1,1	1,4	1,2	1,2	1,3	1,2	1,0	1,3
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	2,1	3,0	3,2	3,5	3,2	2,6	2,2	2,0	2,1	3,0	2,5
Strefa euro: Stopa depozytowa EBC (%)	2,00	2,25	2,50	2,75	2,75	2,75	2,50	2,25	2,00	2,75	2,25
USA: Realny PKB (% q/q saar)	2,1	1,5	2,5	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2	2,1
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,7	3,9	3,4	3,4	3,0	2,2	2,3	2,2	2,7	3,4	2,4
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	3,75	3,75	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	3,75	4,25	4,00
Chiny: Realny PKB (% r/r)	5,0	4,3	4,5	4,6	4,3	4,5	4,6	4,5	5,0	4,6	4,4
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	0,8	1,1	0,8	0,9	1,0	0,8	1,0	1,1	0,1	1,0	1,1

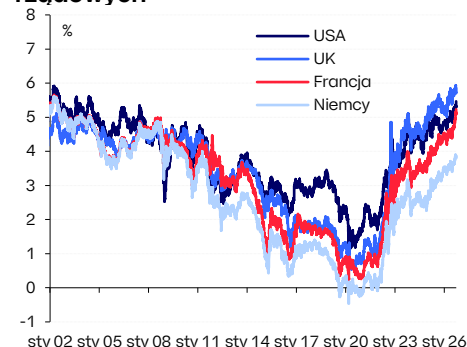
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Mediana prognoz wzrostu PKB w 2026



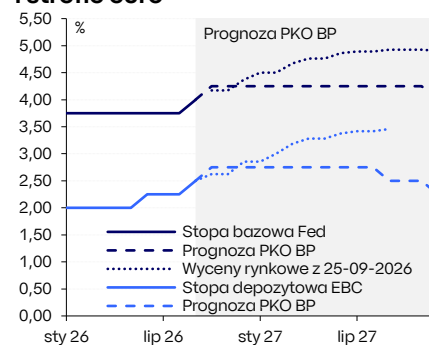
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Rentowności 30-letnich obligacji rządowych



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wyceny rynkowe ścieżki stóp w USA i strefie euro



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

TRENDY BIEŻĄCE

Pomimo negatywnych szoków zewnętrznych, krajowa gospodarka utrzymała silny wzrost, przy poprawie koniunktury w całej Europie. Głównym motorem napędowym pozostaje konsumpcja, choć jej znaczenie stopniowo słabnie. Coraz większą rolę we wzroście odgrywają inwestycje. Nakłady na maszyny pozostają wysokie, a nowym impulsem staje się przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych – transportowych, energetycznych i komunalnych. Zmienia się również struktura sektorowa wzrostu – dynamika wartości dodanej w sektorze publicznym słabnie, podczas gdy coraz większą rolę odgrywa przemysł. Szacujemy wstępnie, że wzrost PKB w 3q26 nieznacznie wyhamował.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w 2026 na poziomie 3,5%, przy czym 2h26 przyniesie zmianę akcentów, a na 2027 nadal prognozujemy spowolnienie wzrostu do 2,8%. Na razie poprawna okazuje się nasza pierwotna ocena wpływu sytuacji na Bliskim Wschodzie na procesy w realnej gospodarce (niewielkie obniżenie prognozy na 2026-2027).

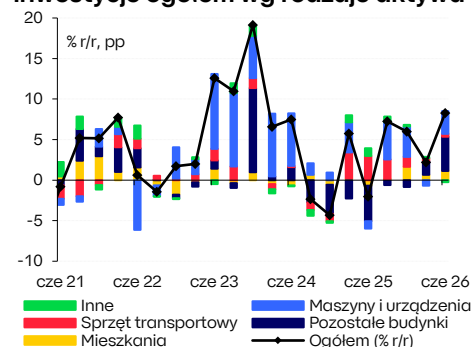
Wzrost inwestycji będzie dalej przyspieszać w tym roku, osiągając dwucyfrowy poziom. Głównym paliwem są środki z KPO, które coraz szerzej przekładają się na realne projekty. Istotna jest też rozbudowa krajowego przemysłu obronnego, przy wsparciu finansowaniem z SAFE. Uruchamiają się także nowe silniki wzrostu. Polska coraz mocniej wchodzi w łańcuchy produkcji sprzętu elektronicznego, fiskalne luzowanie w Niemczech zwiększa popyt w krajowym przemyśle, a dodatkowo sprzyja nam globalne ożywienie przemysłowe. Rosnący popyt wymusza rozbudowę mocy produkcyjnych, co uruchamia efekt akumulacji i generuje kolejne inwestycje. **Słabszym ogniwem stanie się konsumpcja prywatna i publiczna.** Wzrost cen paliw był dotychczas częściowo łagodzony przez program CPN, jednak jego wygaśnięcie będzie ograniczać siłę nabywczą gospodarstw domowych. Mniej wsparcia zapewni też polityka fiskalna – bez dalszego luzowania impuls dla wzrostu będzie słabszy niż w poprzednich latach. Wpływ eksportu netto pozostanie naszym zdaniem w przybliżeniu neutralny. Rosnąca rola Polski w globalnych łańcuchach produkcji sprzyja eksportowi, ale ożywienie inwestycyjne jest silnie importochłonne.

Przyszły rok będzie częściową „korektą” po 2 latach solidnego wzrostu. Dynamika PKB na poziomie nieco poniżej 3% r/r wciąż będzie bardzo solidnym wynikiem, wyróżniającym Polskę na tle reszty UE. Jest to szczególnie istotne w kontekście utrzymujących się negatywnych szoków zewnętrznych.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

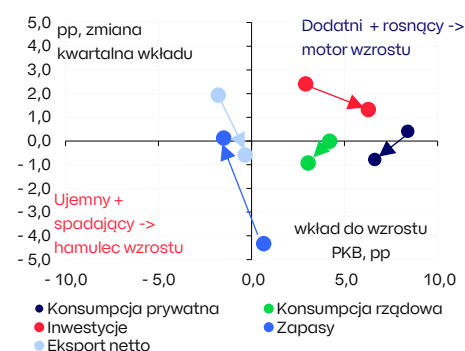
Głównymi źródłami niepewności są: (1) popyt zagraniczny, (2) przebieg konsolidacji fiskalnej (3) skutki wojny w Ukrainie i na Bliskim Wschodzie, (4) tempo i efektywność wykorzystania środków unijnych.

Inwestycje ogółem wg rodzaju aktywa



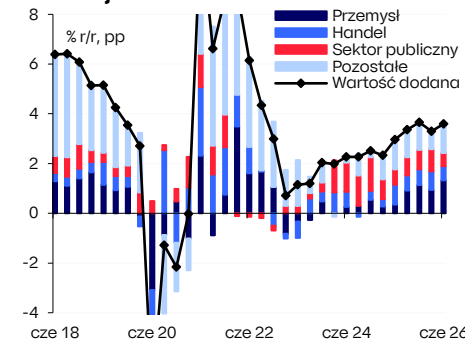
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Mapa rotacji składowych PKB w ostatnich dwóch latach*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *2026 vs 2025.

Dekompozycja dynamiki wartości dodanej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Sfera realna

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Realny PKB (% r/r)	3,5	3,9	3,4	3,2	2,8	2,5	2,9	3,0	3,6	3,5	2,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,5	3,4	3,4	4,1	3,2	2,9	2,2	2,0	4,1	3,6	2,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,8	2,9	2,7	2,8	3,0	3,2	3,1	3,7	2,9	3,0
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	3,5	3,3	4,3	4,9	2,9	2,8	2,3	2,1	4,0	4,0	2,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	2,4	8,4	11,5	12,4	6,0	3,5	0,0	0,0	4,4	9,6	1,7
Publiczne ² (% r/r)	-8,8	1,6	1,3	6,2	3,9	3,3	-0,1	-0,6	15,1	0,1	1,6
Prywatne ¹ (% r/r)	6,4	10,8	16,3	15,5	6,7	3,6	0,0	0,3	0,5	12,3	2,6
Zapasy (pkt. proc.)	0,0	0,2	-0,9	-0,8	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	0,0	0,5	0,1	-0,9	-0,4	-0,4	0,7	1,0	-0,4	-0,1	0,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,6	4,7	4,3	2,2	2,2	3,6	4,1	3,0	2,1	3,4	3,2
Potencjalny PKB ² (% r/r)	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,2	3,3	3,4
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	0,1	-0,3

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. ¹szacunki własne.

(3). Rynek pracy

TRENDY BIEŻĄCE

W ostatnich miesiącach stopa bezrobocia BAEL rosła, a dynamika płac hamowała, choć niejednostajnie. Nieodsezonowana stopa bezrobocia BAEL w 2q26 wyniosła 3,2%, spadając tylko o 0,1pp, wyraźnie słabiej niż wynikałoby ze wzorca sezonowego (-0,5pp). Jednocześnie miesięczna odsezonowana stopa bezrobocia w maju–lipcu wynosiła 3,4%, wobec 3,0% na początku roku. Wzrost ten wiążemy ze słabym popytem na pracę, widocznym m.in. w spadającym odsetku wakatów, przy jednoczesnym wzroście podaży pracy. To oznacza, że bezrobocie zwiększają głównie osoby wchodzące na rynek pracy, a w mniejszym stopniu te tracące zatrudnienie. Sygnałem pogorszenia na rynku pracy jest też wydłużający się czas poszukiwania pracy – w 2q26 było to 9,2 miesiąca wobec 8,5 w 1q26 i 7,8 w 2q25. **Dynamika płac w gospodarce narodowej w 2q26 wyhamowała mocniej od oczekiwań, do 5,5% r/r.** W sektorze przedsiębiorstw jej spadek przejściowo zatrzymały czynniki jednorazowe, m.in. premie i odprawy, choć w sierpniu dynamika obniżyła się do 5,6% r/r. Wyraźnie hamowały także płace realne – w gospodarce narodowej do 2,6% r/r w 2q26, a w sektorze przedsiębiorstw do 2,1% r/r w sierpniu.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

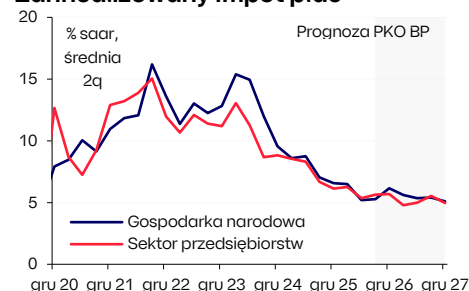
Oczekujemy, że wzrost bezrobocia z ostatnich miesięcy nie będzie kontynuowany, choć nieznacznie podwyższyliśmy prognozę stopy bezrobocia BAEL. Ożywienie gospodarcze, choć relatywnie mało pracochłonne, powinno stopniowo poprawiać popyt na pracę. Oczekujemy, że stopa bezrobocia BAEL wzrośnie z 3,2% na koniec 2025 do 3,3% na koniec 2026, a następnie spadnie do 3,2% na koniec 2027. Spodziewamy się dalszego wzrostu liczby aktywnych zawodowo, wspieranego zarówno przez napływ cudzoziemców, jak i rosnący współczynnik aktywności, szczególnie wśród kobiet. W przypadku bezrobocia rejestrowanego oczekujemy stabilizacji w okolicy 5,7-5,8%. W 2026 bezrobocie podbija ograniczenie środków na aktywizację, a względem 2025 reforma urzędów pracy z czerwca 2025.

Prognoza płac w gospodarce narodowej pozostaje bez większych zmian ze wzrostem o 6,0% w 2026 i 5,5% w 2027. Hamowaniu dynamiki płac w 2027 będą sprzyjać niewielkie podwyżki wynagrodzeń w sferze publicznej i płacy minimalnej (w obu przypadkach o 3%). Impet płac powinien dalej hamować. Szok naftowy nie przełożył się na wzrost żądań płacowych, dzięki tylko umiarkowanemu wzrostowi inflacji i słabszej pozycji negocjacyjnej pracowników. Według naszych szacunków jednostkowe koszty pracy (ULC) w 1h26 istotnie wyhamowały i choć w horyzoncie prognozy nieco przyspieszą, to średnio w 2027 wzrosną o 2,8% wobec 2,6% w 2026, co będzie oznaczało brak presji inflacyjnej ze strony rynku pracy i względną poprawę konkurencyjności kosztowej polskich przedsiębiorstw.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

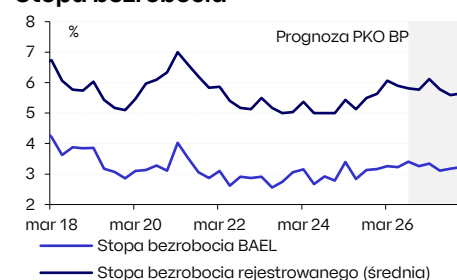
Główne źródła niepewności to: (1) reakcja pracowników na szok podaży; (2) dynamika z jaką BAEL będzie uwzględniać cudzoziemców; (3) skala migracji.

Zannualizowany impet płac



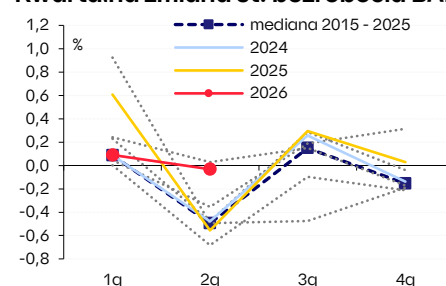
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *dane nieodsezonowane

Kwartalna zmiana st. bezrobocia BAEL



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *dane nieodsezonowane

Odsetek wolnych miejsc pracy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Rynek pracy

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,8	-0,8	-0,3
Pracujący BAEL (% r/r)	1,0	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	6,1	5,8	5,8	5,8	6,1	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,3	3,2	3,3	3,2	3,3	3,1	3,2	3,2	3,1	3,3	3,2
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,7	58,7	58,8	58,9	58,9	58,9	59,4	59,4	58,6	58,8	59,1
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	6,3	5,7	6,1	5,5	5,1	5,3	5,3	4,9	8,0	5,9	5,2
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	6,7	5,5	5,6	6,1	5,4	5,8	5,6	5,2	8,7	6,0	5,5
Wydajność pracy (% r/r)	2,5	3,7	3,6	3,2	2,9	2,3	2,6	2,8	3,5	3,3	2,6
ULC (% r/r)	4,1	1,8	1,9	2,7	2,4	3,4	2,9	2,3	5,0	2,6	2,8

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

(4). Procesy inflacyjne

TRENDY BIEŻĄCE

Konflikt na Bliskim Wschodzie przedłuża się, a ceny ropy, wbrew naszym wcześniejszym założeniom, są dalekie od normalizacji. W efekcie ceny paliw podbijają inflację, która w 3q26 będzie o 0,2pp wyższa od naszych prognoz z czerwca. Wyższe ceny energii i paliw podbiły ją w stosunku do naszej czerwcowej prognozy o 0,6pp. Nieco wyższa od założeń (0,2pp) była także inflacja bazowa. W przeciwną stronę oddziaływały ceny żywności, które w 3q26 ograniczały wzrost inflacji, plasując się wyraźnie poniżej prognoz. Wyraźnie rośnie inflacja PPI, która w sierpniu wyniosła 4,2% r/r, najwięcej od kwietnia 2023. Za jej wzrostem stoją głównie ceny w rafinacji i górnictwie, ale bazowa inflacja PPI także stopniowo rośnie.

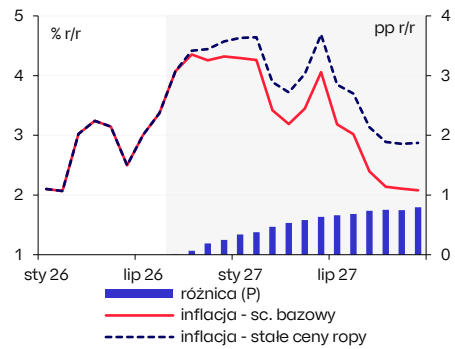
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Kierunek rewizji prognozy inflacji jest oczywisty – bieżąca prognoza zakłada średnioroczną inflację na poziomie 3,3% w 2026 i 3,1% w 2027 wobec 3,2% i 2,8% w poprzednim Kwartalniku. Jest to odzwierciedlenie wyższych cen ropy, a założenia odnośnie do ich poziomu to kluczowy czynnik determinujący ścieżkę inflacji na kolejne kwartały. Wyceniany przez kontrakty spadek cen ropy (do 80 USD/bbl w grudniu 2027) na moment pisania tego Kwartalnika wydaje nam się zbyt optymistyczny. W scenariuszu bazowym nadal zakładamy, że ceny ropy będą się normalizowały, ale wolniej, docelowo do 90 USD/bbl na koniec przyszłego roku. To by oznaczało, że bardzo silne proinflacyjne oddziaływanie cen paliw, z roczną dynamiką powyżej 30%, utrzyma się do lutego, w kolejnych miesiącach (z wyłączeniem czerwca, gdy zrealizowany program CPN generuje efekt niskiej bazy) będzie stopniowo wygasać, a od jesieni ceny paliw będą obniżały inflację. Poza cenami paliw, konflikt podbija także ceny gazu i pośrednio energii elektrycznej. Kontrakty na TGE rosną, ale ich wyraźnie spadkowa trajektoria z 2025-2026 wg nas ograniczy przestrzeń do wzrostu тариф do niskich kilku procent. W efekcie, zakładamy, że **roczna dynamika cen nośników energii w 2027 będzie nieznacznie niższa niż w 2026**. Szczegółowe dane o inflacji nie wskazują jak na razie na rozlewanie się szoku energetycznego na inne kategorie koszyka inflacyjnego, z wyłączeniem transportu. Badania oczekiwań inflacyjnych, zarówno po stronie przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, także są uspokajające. Stabilizacji oczekiwań inflacyjnych sprzyjają niskie ceny żywności, a zdolność cenotwórczą firm ogranicza hamowanie realnej dynamiki wynagrodzeń. Dokonana przez nas **rewizja w górę ścieżki inflacji bazowej jest niewielka**, w szczytowym momencie, na koniec 2027, sięga 0,4pp, a **w całym horyzoncie prognozy inflacja bazowa utrzyma się wg nas w przedziale 2,9-3,7% r/r**. Słabsze zbiory i presja kosztowa odwrócą korzystną trajektorię cen żywności, które wg nas już w 4q26 powrócą do wzrostów, a ich dynamika będzie sukcesywnie wzrastać.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

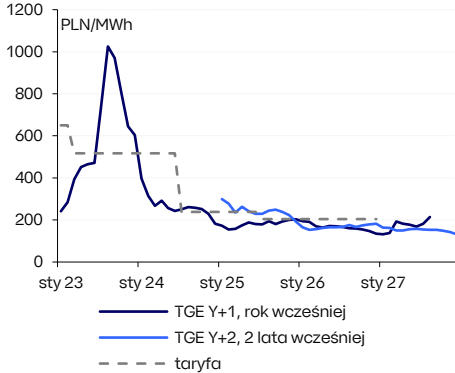
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) ceny surowców i kurs PLN; (2) natężenie efektów drugiej rundy, (3) kształtowanie się cen żywności.

Scenariusze inflacji CPI w zależności od trajektorii cen ropy*



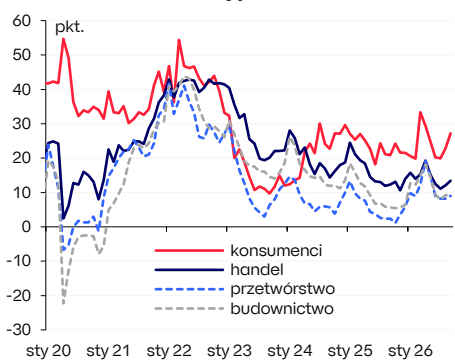
Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *w scenariuszu bazowym założono spadek cen ropy do ok. 90 USD/b na koniec 2027, w scenariuszu stałych cen ropy założono, że utrzymują się one na poziomie z września, nieco powyżej 100 USD/b.

Ceny gazu na TGE i wg taryfy URE



Źródło: TGE, URE, PKO Bank Polski.

Oczekiwanie inflacyjne - badania GUS



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Inflacja CPI† (% r/r)	3,0	2,5	4,1	4,3	3,4	4,1	2,4	2,1	2,4	4,3	2,1
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,4	3,0	3,5	4,3	4,0	3,6	2,9	2,1	3,6	3,3	3,1
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,6	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,6	1,2	0,2	0,5
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,3	1,0	1,8	2,1	1,7	1,2	1,2	-0,3	0,5	1,3	0,9
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,5	1,7	1,8	2,0	2,0	1,8	1,2	1,8	1,9	1,8	1,7
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	2,6	3,0	3,2	3,5	3,4	3,2	3,1	3,0	3,3	3,1	3,2
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	-1,1	2,1	4,5	6,5	5,4	1,9	-0,4	-2,0	-1,6	1,6	0,0
Deflator PKB (% r/r)	2,8	2,1	2,5	3,5	4,0	3,1	2,9	2,0	2,9	2,7	3,0
ULC (% r/r)	4,1	1,8	1,9	2,7	2,4	3,4	2,9	2,3	5,0	2,6	2,8
Luka popytowa (% pot. PKB)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	0,1	-0,3

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

(5). Równowaga zewnętrzna

TRENDY BIEŻĄCE

Sytuacja w bilansie płatniczym rozwija się zgodnie z naszymi przewidywaniami. Deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2q26 pogłębił się do 1,1% PKB, co było wynikiem zbliżonym do naszej prognozy, jednak dynamiki eksportu i importu towarów w 2q26 były wyraźnie wyższe niż zakładaliśmy. W czerwcu i lipcu dynamiki wymiany towarowej były dwucyfrowe. Po części wynikało to z silnego wzrostu cen surowców energetycznych, który przełożył się na rosnące ceny w imporcie. Ostatnie dane sugerują ponadto, że – podobnie jak w gospodarce globalnej – motorem wzrostu wymiany towarowej jest popyt związany z rozbudową infrastruktury AI – w lipcu eksport sprzętu komputerowego z Polski był rekordowo wysoki, przy czym jednocześnie odnotowano znaczący wzrost importu w tej kategorii. Wzrost importu sprzętu komputerowego, samochodów osobowych oraz konsumpcyjnych dóbr trwałych jest powiązany ze zmianą struktury geograficznej wymiany towarowej. W lipcu po raz pierwszy w historii Chiny były głównym dostawcą towarów do Polski, z udziałem w imporcie ogółem na poziomie 17,2%, nieco powyżej Niemiec.

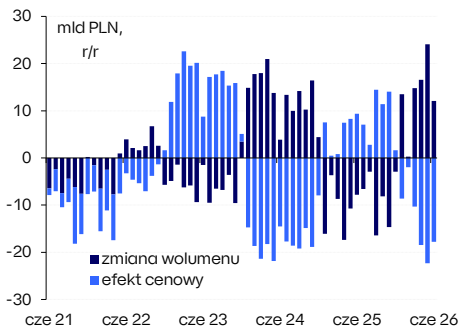
PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania solidnych dynamik wymiany towarowej. Eksport będzie wspierany przez ożywienie w gospodarkach partnerów handlowych oraz zmiany w łańcuchach wartości dodanej – wzrost znaczenia Polski jako centrum dystrybucji towarów z Azji oraz współpracę z europejskimi partnerami w ramach kontraktów zbrojeniowych. Zmiany w łańcuchach dostaw podbiją też dynamikę importu, jednak w 2027 oczekujemy jej wyraźnego hamowania, za sprawą prawdopodobnego wygaśnięcia efektów cenowych oraz spowolnienia wzrostu inwestycji. Deficyt towarowy w 2026 pogłębi się naszym zdaniem do 1,8% PKB, natomiast w 2027 nieznacznie się zmniejszy. W pozostałych elementach rachunku bieżącego oczekujemy kontynuacji wcześniejszych trendów – nadwyżka usługowa ustabilizuje się na poziomie ok. 4% PKB, a deficyt dochodów pierwotnych nieznacznie się pogłębi. Prognozujemy, że w 2026 deficyt rachunku obrotów bieżących wyniesie 1,7% PKB, a w 2027 minimalnie się obniży, do 1,6% PKB. Nasze prognozy w tym zakresie pozostają więc praktycznie bez zmian.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

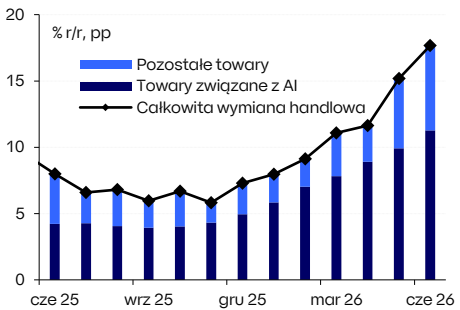
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) ceny surowców energetycznych i kurs walutowy; (2) zmiany geograficzne w globalnych łańcuchach wartości dodanej; (3) funkcjonowanie globalnych szlaków handlowych i ceny frachtu; (4) przepływy FDI.

Dekompozycja zmiany salda towarowego



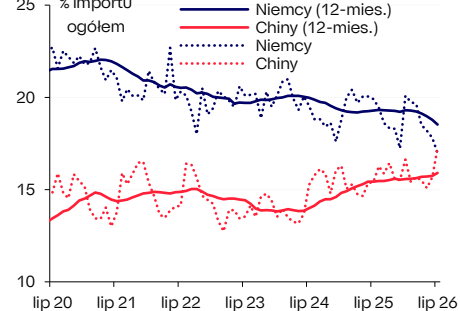
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika globalnej wymiany towarowej



Źródło: OECD, PKO Bank Polski.

Udział Niemiec i Chin w imporcie towarów do Polski



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Równowaga zewnętrzna

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-1,1	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0	-1,8	-1,6	-0,9	-1,7	-1,6
Bilans handlowy (% PKB)	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,8	-1,6
Eksport (% r/r)	2,9	8,2	7,1	8,4	8,3	7,3	7,0	6,7	3,7	6,6	7,3
Import (% r/r)	0,8	9,4	9,4	10,4	10,2	8,0	4,3	4,1	5,9	7,5	6,7
Saldo usług (% PKB)	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,3	4,1	4,1
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,7	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-3,7	-3,8	-3,9
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,3
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,4	0,5	0,8
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,0	3,2	3,0	3,6	3,0	2,5	2,5	2,7	1,9	3,6	2,7
Bezp. inwestycje zagr. netto (% PKB)	1,2	1,3	1,5	2,3	2,1	1,9	1,9	2,0	1,3	2,3	2,0
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,7	-1,5	-0,9	-1,5	-0,7	-0,3	-0,4	-0,9	-0,3	-1,5	-0,9
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0

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

(6). Polityka pieniężna

TRENDY BIEŻĄCE

Rada Polityki Pieniężnej od marca utrzymuje stopy na niezmiennym poziomie. Podobnie jak w poprzednim kwartale, znacznie bardziej zmienna niż poziom stóp była retoryka RPP. Na konferencji po posiedzeniu w lipcu Prezes NBP stwierdził, że prawdopodobna jest obniżka stóp jeszcze w 2026. Dodał, że nie wyklucza złożenia wniosku o obniżkę stóp o 25pb na posiedzeniu po wakacjach. W ciągu 2 miesięcy otoczenie makroekonomiczne zmieniło się – dynamika CPI wzrosła i pogorszyły się perspektywy inflacji. Po wrześniowym posiedzeniu A.Głapiński stwierdził, że nie widzi przestrzeni do złożenia wniosku o obniżkę w 2026, a stopy najpewniej pozostaną na niezmiennym poziomie nawet do połowy 2027. **Większość członków RPP wciąż podtrzymuje, że stopy nie zostaną zmienione do końca 2026 lub dłużej, a polityka pieniężna jest dostatecznie restrykcyjna.** Wypowiedzi członków Rady stały się jednak bardziej jastrzębie, a sugestie o możliwości obniżek zostały zastąpione podkreśleniem gotowości RPP do podwyżek stóp w razie konieczności.

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Pomimo turbulentnego otoczenia, nie zmieniamy prognozy stóp NBP. Zakładamy, że do końca 2026 stopy nie zmienią się. W połowie 2027 Rada wg nas wznowi łagodzenie polityki pieniężnej. Ostatnie miesiące postawiły pod znakiem zapytania perspektywę normalizacji sytuacji na Bliskim Wschodzie. W bazowym scenariuszu (opartym na założeniu stopniowego spadku cen ropy w okolice 90 USD/bbl do końca przyszłego roku) spodziewamy się, że inflacja w najbliższych miesiącach przyspieszy i przekroczy 4% r/r, ale relatywnie szybko w 2027 zacznie się obniżać i w 2h27 będzie zgodna z celem NBP. Listopadowa projekcja najpewniej pokaże wyższą niż w lipcu ścieżkę inflacji co najmniej do połowy 2027, jednak w dłuższym horyzoncie nie będzie wg nas istotnie odbiegać od wcześniejszych wskazań. Podażowy i przejściowy charakter szoku inflacyjnego nie powinien skłonić RPP do zacieśnienia polityki pieniężnej, natomiast dobre perspektywy inflacyjne w średnim okresie umożliwią Radzie stopniowe wznowienie obniżek – pierwszej spodziewamy się w połowie 2027. **Bilans czynników ryzyka jest przy tym przechylony zdecydowanie w kierunku wyższej ścieżki stóp.** Eskalacja wojny USA i Izraela z Iranem, utrzymywanie się cen ropy i gazu na podwyższonym poziomie w dłuższej perspektywie, a także silniejsze przełożenie cen paliw na inflację bazową mogłyby skłonić Radę Polityki Pieniężnej do utrzymania stóp bez zmian nawet do końca 2027, a w razie gwałtownego pogorszenia perspektyw inflacyjnych i sytuacji na rynkach finansowych także do podwyżek stóp. **Wyceniana przez rynek stopa referencyjna NBP na koniec tego roku przekracza 4,25%, a na koniec przyszłego 5,00%.** Rynkowe wyceny są jednak silnie zależne od zmian na globalnym rynku surowców i nie determinują decyzji RPP.

ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

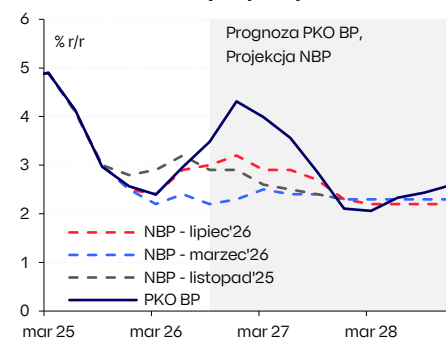
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) dalszy przebieg wojny na Bliskim Wschodzie; (2) ceny ropy naftowej i gazu ziemnego; (3) przełożenie wzrostu cen surowców i paliw na ceny w kategoriach bazowych (efekt drugiej rundy).

Polityka pieniężna

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Stopa referencyjna (%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00	4,00	3,75	3,00
Realna stopa proc. deflowana CPI (%)	0,73	1,25	-0,32	-0,57	0,33	-0,56	0,85	0,92	1,60	-0,57	0,92
Realna stopa proc. deflowana inflacją bazową (%)	1,05	0,75	0,50	0,17	0,24	0,31	0,18	0,06	1,27	0,17	0,06
Stopa lombardowa (%)	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	3,75	3,50	4,50	4,25	3,50
Stopa depozytowa (%)	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	3,50	3,25	2,50
Stopa redyskontowa weksli (%)	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,55	3,30	3,05	4,05	3,80	3,05
REER deflowany CPI (% r/r)	0,0	-0,9	-3,9	-4,6	-3,0	-3,0	0,6	0,8	5,0	-2,3	-1,2
Nominalny PKB (% r/r)	6,4	6,1	6,0	6,8	7,0	5,7	6,0	5,0	6,6	6,3	5,9

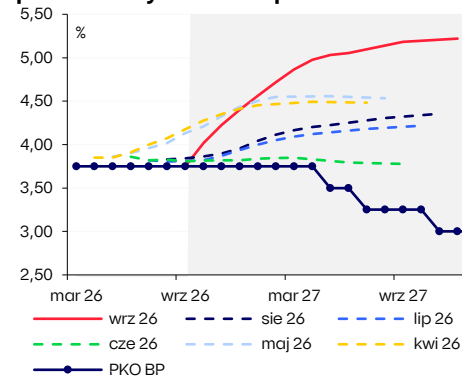
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. *Realna stopa procentowa liczona ex post.

Nasza aktualna prognoza inflacji CPI na tle ostatnich projekcji NBP



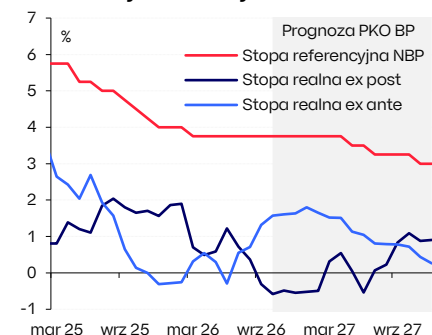
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Wyceny rynkowe ścieżki stóp procentowych NBP implikowane z FRA



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Stopy procentowe NBP w ujęciu nominalnym i realnym



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

(7). Polityka fiskalna

TRENDY BIEŻĄCE

Sytuacja fiskalna Polski pozostaje napięta. Przyjęty przez rząd projekt ustawy budżetowej na 2027 (pUB27) zakłada opóźnienie konsolidacji fiskalnej o kolejny rok. Rada Fiskalna wskazała, że projekt nie zawiera działań konsolidacyjnych, które są konieczne ze względu na dużą nierównowagę finansów publicznych. Pogorszenie oceny sytuacji fiskalnej znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu ratingu przez Moody's. **Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG) na koniec 2q26 wzrósł do 64,5% PKB z 61,6% PKB na koniec 1q26. Państwowy dług publiczny (PDP) osiągnął 53,3% PKB, zbliżając się do progu ostrożnościowego wynoszącego 55% PKB.** Deficyt sektora GG jest wysoki (7,1% PKB w 1q26), nie tylko ze względu na wydatki na obronność, ale też na świadczenia społeczne, płace w sektorze publicznym i rosnące koszty obsługi długu. Deficyt budżetu centralnego w ujęciu 12-miesięcznym w sierpniu wyniósł 255 mld PLN i był niższy od całorocznego limitu 272 mld PLN zapisanego w UB26, co sugeruje brak potrzeby nowelizacji budżetu, pomimo znacznie niższej niż założono dynamiki dochodów z VAT. Sytuacja JST jest dobra - w 1h26 zanotowały nadwyżkę operacyjną 54,4 mld PLN (o 9,7% więcej r/r).

PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Podobnie jak rząd prognozujemy, że w latach 2026–2027 deficyt GG utrzyma się na poziomie ok. 7,1% PKB, przy czym ryzyko odchyła się w górę o 0,3% PKB ze względu na możliwość zawetowania przez Prezydenta planowanych zmian podatkowych. Zgodnie z pUB27 wydatki sektora GG wyniosą niemal 52% PKB przy dochodach na poziomie jedynie 45% PKB.

Prognozujemy, że na koniec 2027 dług GG przekroczy 70% PKB, a dług PDP może przekroczyć próg 55% PKB już w 2026. Aby jednak uruchomić działania przewidziane po jego przekroczeniu, konieczne byłoby również przekroczenie progu przez kwotę określoną w art. 38a uofp, co jest mniej prawdopodobne. Do przekroczenia tego progu dojdzie na przełomie lat 2027-2028, co naszym zdaniem wymusi działania konsolidacyjne, w tym zamrożenie wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz minimalną możliwą waloryzację świadczeń społecznych, ale dopiero w latach 2029-2030. Ponadto, przy utrzymaniu obecnego poziomu deficytu, dług PDP od 2028 będzie się ocierał o limit konstytucyjny.

Istotny problem stanowią rosnące koszty obsługi długu, w tym konieczność refinansowania zobowiązań zaciągniętych przy niższym oprocentowaniu. Implikowana stopa oprocentowania długu w Polsce jest wysoka na tle innych państw, a rentowności długoterminowych obligacji wciąż rosną, w ślad za globalnymi tendencjami. **Prognozujemy, że odsetki od długu wzrosną do 2,7% PKB w 2026 i 2,9% PKB w 2027 i 2028.**

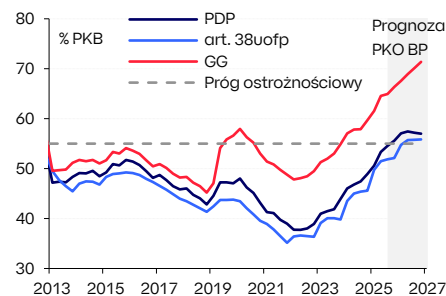
ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

Główne źródła niepewności to: (1) weto Prezydenta; (2) obietnice przed wyborami w 2027; (3) decyzje RPP ws. stóp NBP; (4) ryzyko geopolityczne, w tym rosyjska agresja i rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie.

Polityka fiskalna

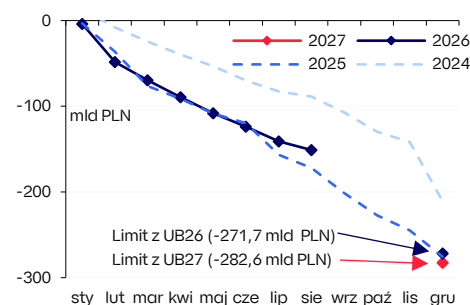
	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,1	-7,1	-7,0	-7,1	-7,4	-7,1	-7,1	-7,1	-7,3	-7,1	-7,1
Dochody (% PKB, ESA2010)	43,9	44,0	44,4	44,5	44,4	44,6	44,6	44,7	43,6	44,5	44,7
Podatki związane z produkcją (% PKB, ESA2010)	14,0	14,1	14,4	14,7	15,1	15,3	15,4	15,5	14,2	14,7	15,5
Wydatki (% PKB, ESA2010)	51,0	51,0	51,3	51,6	51,8	51,7	51,7	51,7	50,9	51,6	51,7
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9	2,5	2,7	2,9
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,5	-4,5	-4,3	-4,3	-4,6	-4,3	-4,2	-4,2	-4,7	-4,3	-4,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-4,5	-4,5	-4,3	-4,4	-4,6	-4,1	-4,1	-4,0	-4,7	-4,4	-4,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	61,6	64,5	64,9	66,3	67,6	68,9	70,1	71,4	59,7	66,3	71,4
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-6,4	x	x	x	-6,4	-7,0	-6,4	-6,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	55,3	x	x	x	56,6	49,9	55,3	56,6

Poziom dług w relacji do PKB



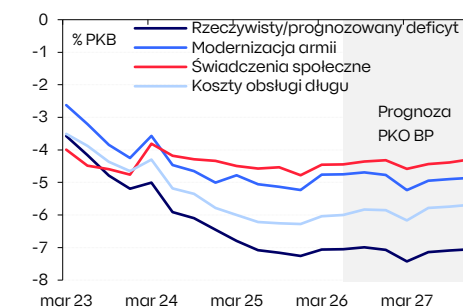
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Skumulowany deficyt sektora centralnego w ostatnich latach



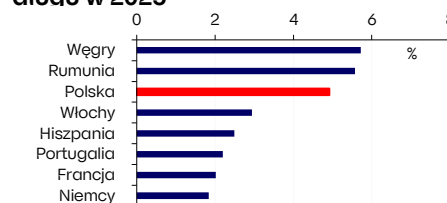
Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski. UB26 i UB27 to odpowiednio ustawy budżetowe na lata 2026 i 2027.

Kontrfaktyczny deficyt



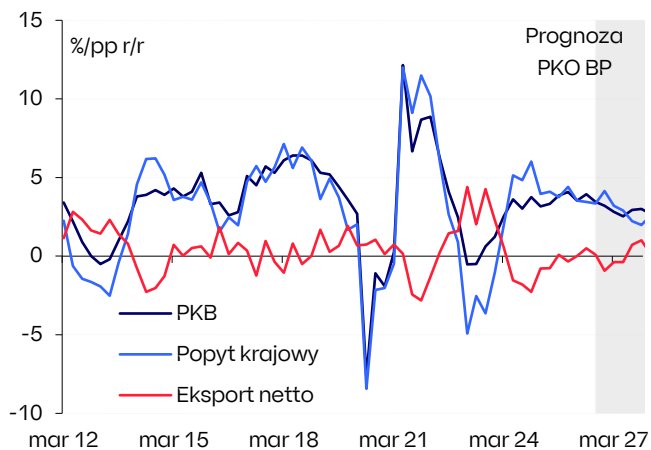
Symulacje pokazujące, jaki byłby deficyt, gdyby wybrane kategorie wydatków zostały zamrożone na poziomie z końca 2022. Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Implikowana stopa oprocentowania długu w 2025

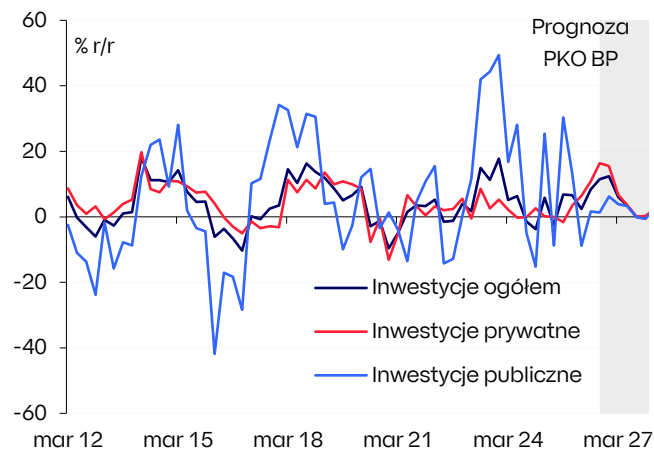


Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

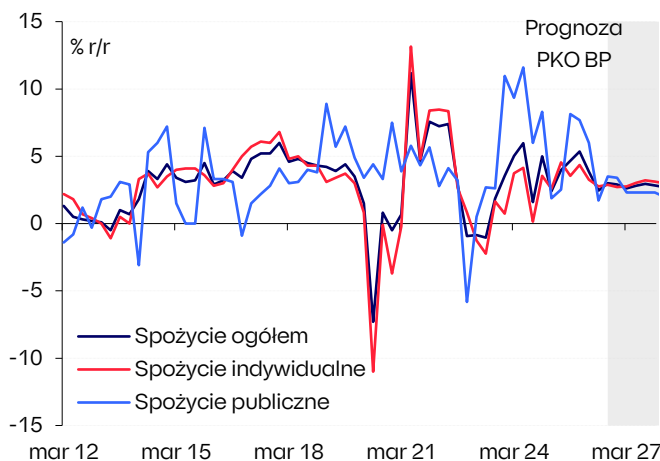
Realny PKB



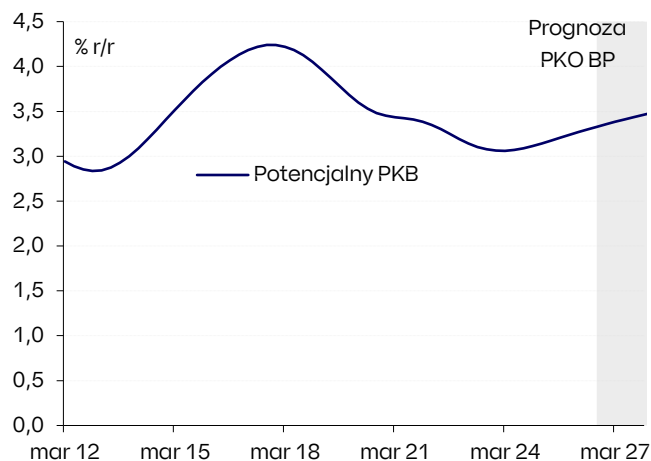
Popyt inwestycyjny



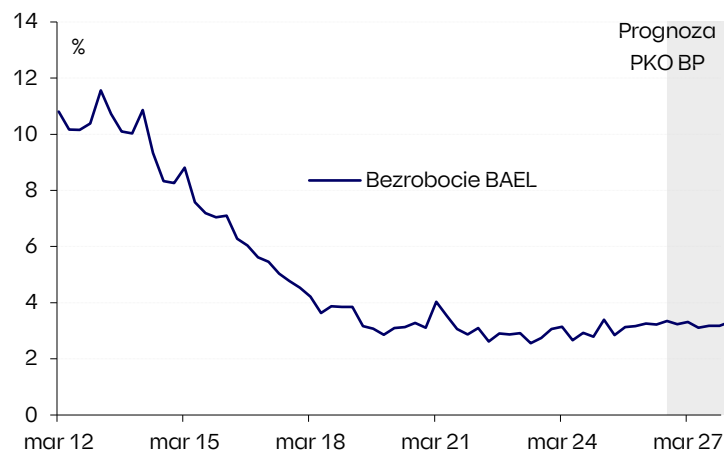
Popyt konsumpcyjny



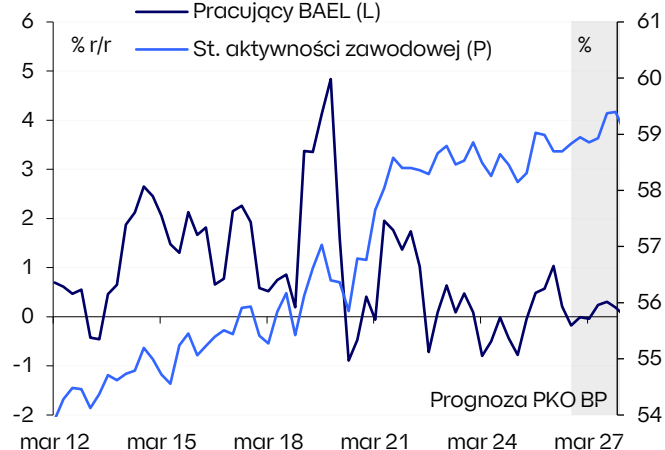
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**^

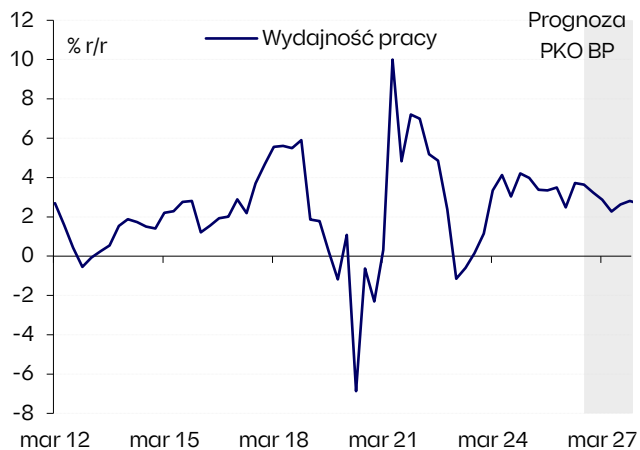


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**^

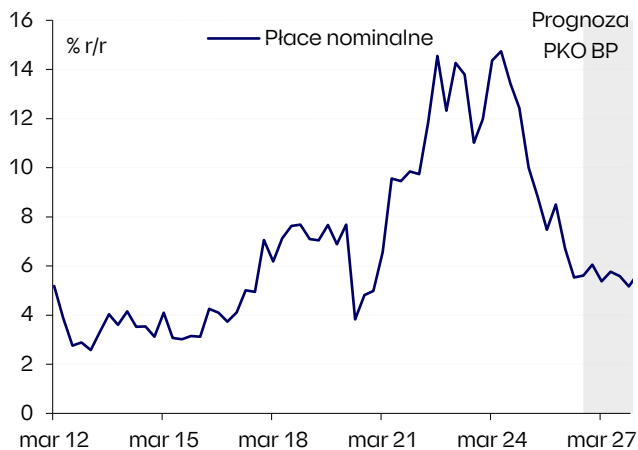


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

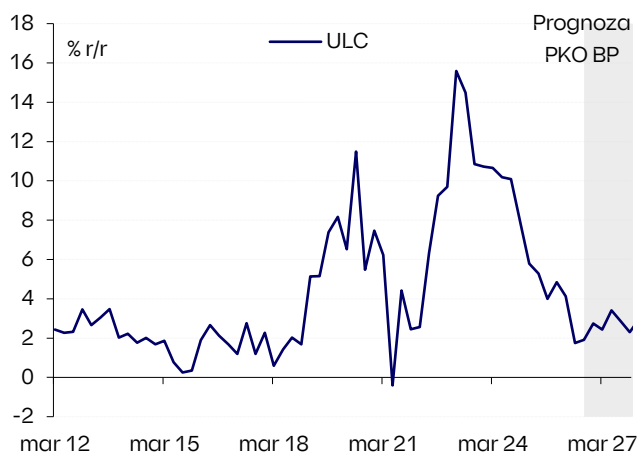
Wydajność pracy*



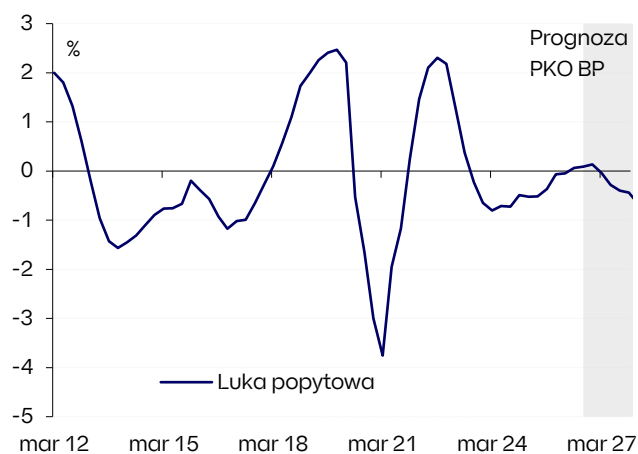
Place w gospodarce narodowej



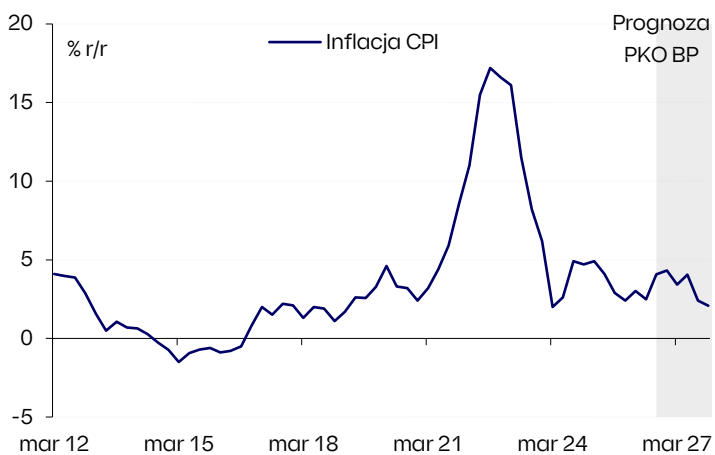
Jednostkowe koszty pracy*



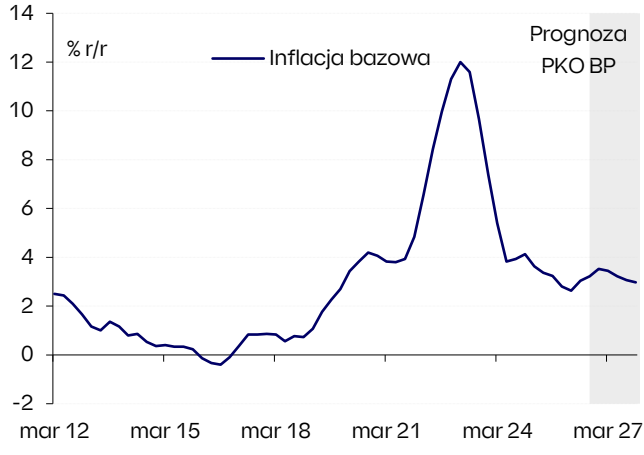
Luka popytowa



Inflacja CPI

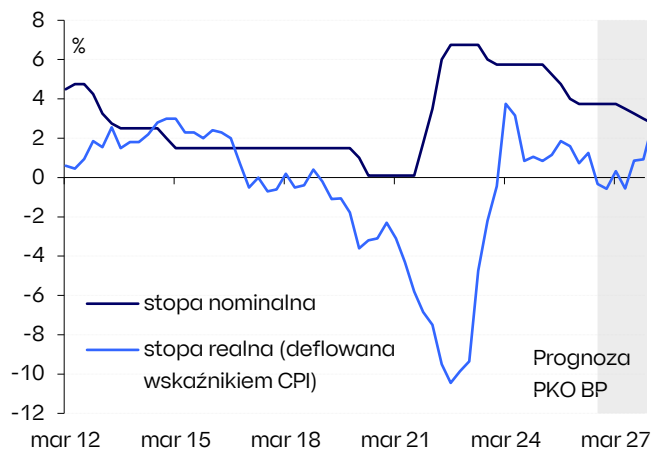


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

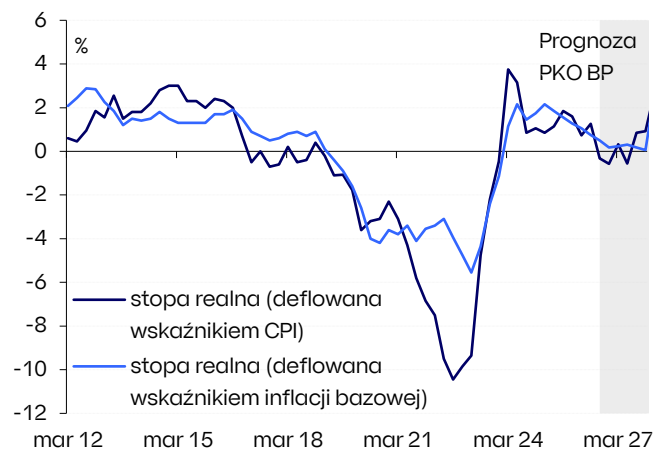


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

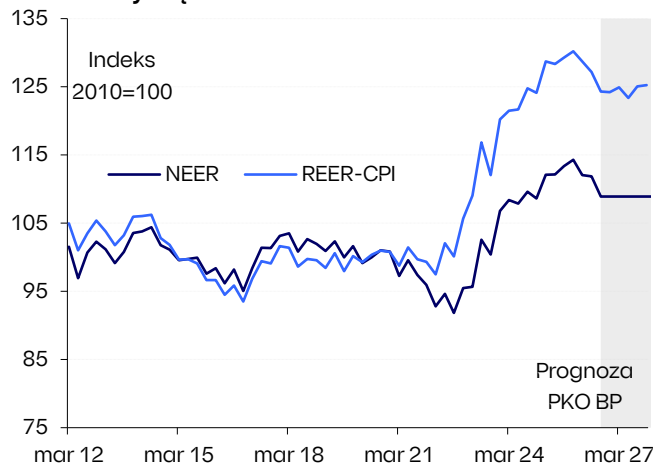
Stopy nominalne vs realne



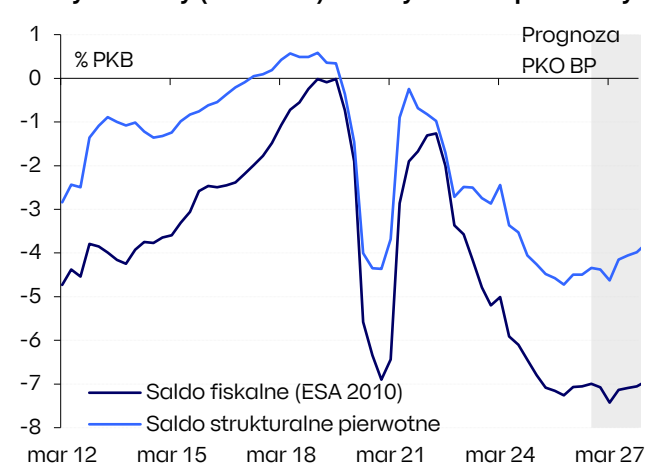
Stopy realne



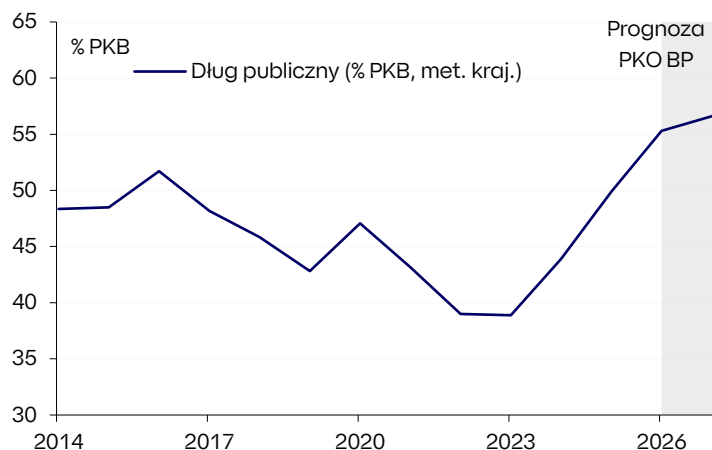
Założenia dotyczące NEER i REER*



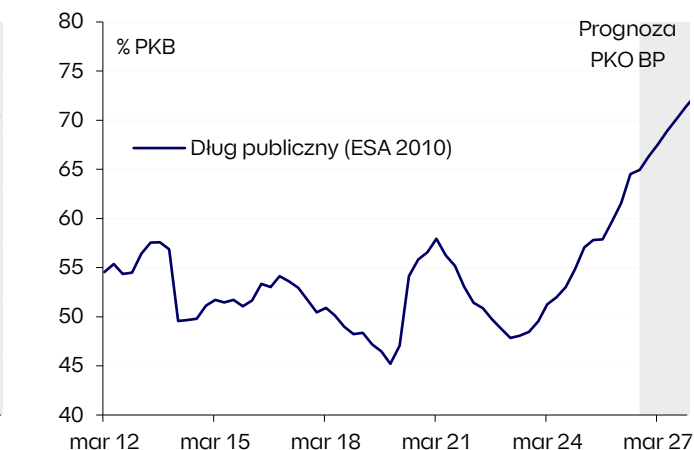
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

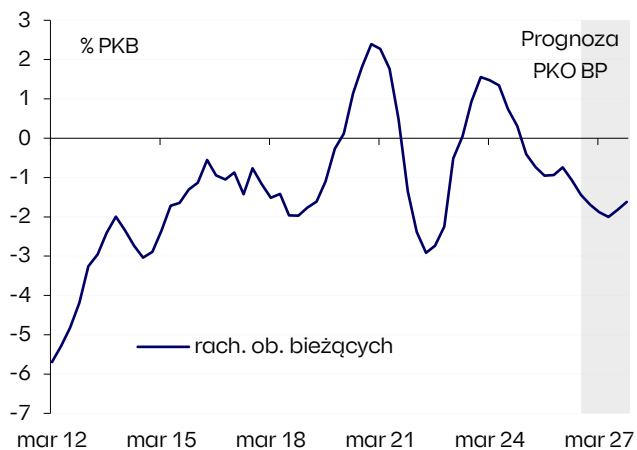


Dług publiczny (ESA 2010)

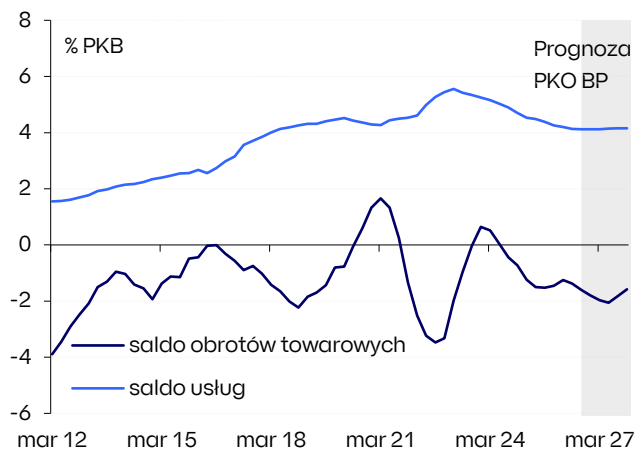


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

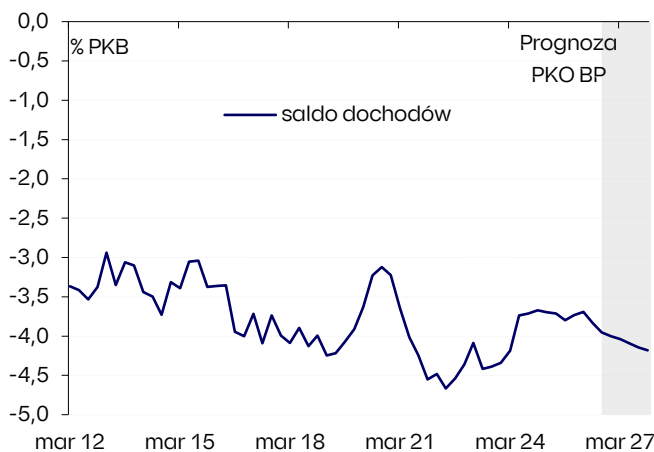
Saldo rachunku obrotów bieżących



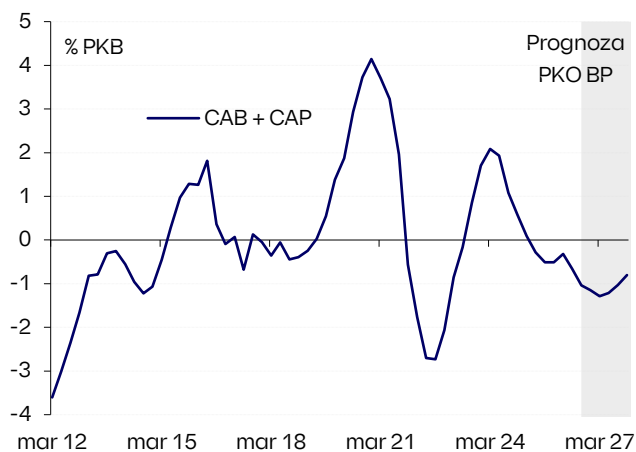
Saldo handlu zagranicznego



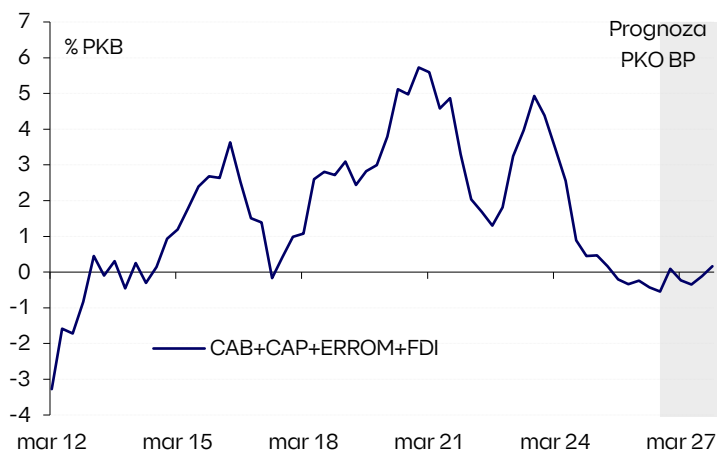
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



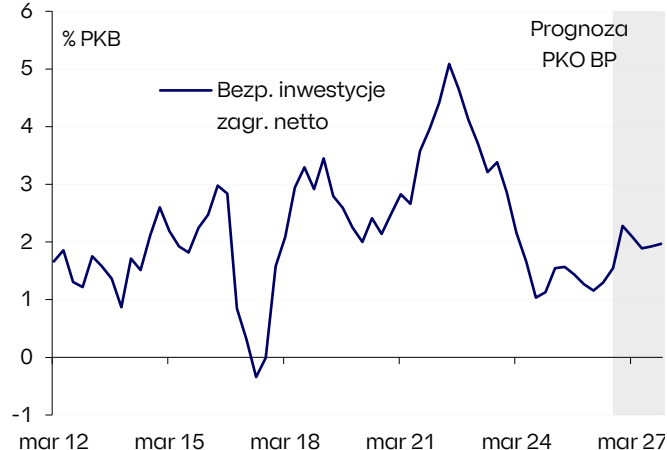
Saldo CAB i CAP*



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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	6,2	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,2	3,6	3,5	2,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	6,4	3,4	-2,7	8,1	4,7	-3,0	4,6	4,1	3,6	2,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,7	2,9	3,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	0,4	4,4	9,6	1,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	5,9	4,5	-1,6	4,7	3,3	2,8	3,4	4,0	4,0	2,5
Zapasy (pkt. proc.)	0,5	-1,1	-1,1	3,4	1,4	-5,7	1,1	0,1	-0,4	0,0
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	3,2	-1,3	-0,4	-0,1	0,3
Produkt potencjalny (% r/r)	4,1	3,8	3,5	3,4	3,3	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4
Nominalny PKB (mld PLN)	2148	2314	2363	2662	3101	3415	3670	3913	4161	4405
Rynek pracy										
Pracujący BAEL (% r/r)	0,6	3,9	0,2	1,3	0,5	0,3	-0,4	0,1	0,3	0,2
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,7	56,5	56,4	58,2	58,4	58,7	58,5	58,6	58,8	59,1
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,9	3,2	3,2	3,4	2,9	2,8	2,9	3,1	3,3	3,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,1	5,7	5,8	5,7
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,8	13,7	8,7	6,0	5,5
Wydajność pracy (% r/r)	5,6	0,7	-2,2	5,6	4,9	-0,1	3,7	3,5	3,3	2,6
ULC (% r/r)	1,4	6,4	7,7	3,1	6,9	12,9	9,7	5,0	2,6	2,8
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	3,3	3,1
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	2,7	0,8	1,2	0,2	0,5
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	3,4	0,3	0,5	1,3	0,9
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,5	2,5	1,9	1,8	1,7
Inflacja bazowa (% r/r)	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	4,3	3,3	3,1	3,2
Deflator PKB (% r/r)	1,2	3,0	4,2	5,4	10,5	10,2	4,0	2,9	2,7	3,0
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2268,2	2479,8	2737,9	3025,1	3280,4
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,5	9,3	10,4	10,5	8,4
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,3	4,6	8,0	6,2	6,4
Kredyty ogółem (mld PLN)	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1428,1	1499,6	1575,2	1665,4	1781,3
Kredyty ogółem (% r/r)	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	-0,1	5,0	5,0	5,7	7,0
Depozyty ogółem (mld PLN)	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2065,3	2266,0	2474,0	2676,8	2827,5
Depozyty ogółem (% r/r)	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	9,3	9,7	9,2	8,2	5,6
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-0,9	-1,7	-1,6
Bilans handlowy (% PKB)	-2,2	-0,8	1,3	-1,3	-3,3	0,6	-0,7	-1,5	-1,8	-1,6
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,9	2,2	2,5	4,0	4,1	2,9	1,1	1,3	2,3	2,0
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,4	-7,3	-7,1	-7,1
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	1,2	0,6	-5,6	-0,6	-1,8	-3,1	-4,3	-4,7	-4,3	-4,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	0,5	-0,4	-4,4	-0,7	-2,7	-2,9	-4,1	-4,7	-4,4	-4,0
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	54,8	59,7	66,3	71,4
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00	3,75	3,00
Realna st. ref. defl. CPI (%)	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,45	1,05	1,60	-0,57	0,92
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,15	1,75	1,27	0,17	0,06
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	4,25	3,50
REER defl. CPI (% r/r)	0,6	-0,5	1,1	-0,6	1,5	13,0	7,4	5,0	-2,3	-1,2

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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Menedżerka 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
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@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](#)

[X @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 dolozył 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 przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.