



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Lipiec 2025 r.

Raport o inflacji



Lipiec 2025 r.

Raport o inflacji

Warszawa, 2025 r.

Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4 *Raportu* projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych Narodowego Banku Polskiego (NBP). Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji i PKB stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 17 czerwca 2025 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 9 czerwca.

Spis treści

Synteza	4
1. Otoczenie polskiej gospodarki	7
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	7
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	9
1.3 Światowe rynki surowców	10
1.4 Polityka pieniężna za granicą	12
1.5 Światowe rynki finansowe	13
2. Gospodarka krajowa	14
2.1 Ceny dóbr i usług	14
2.2 Popyt i produkcja	17
2.3 Sektor finansów publicznych	19
2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	21
2.5 Rynek pracy	22
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów	24
2.7 Pieniądz i kredyt	25
2.8 Bilans płatniczy	26
3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2025 r.	29
4. Projekcja inflacji i PKB	40
4.1 Synteza	41
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	43
4.3 Gospodarka polska w latach 2025-2027	45
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	52
4.5 Źródła niepewności projekcji	53
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2025 r.	57

Synteza

Wzrost gospodarczy na świecie pozostaje niższy od wieloletniej średniej. W ostatnich kwartałach wspierała go korzystna sytuacja na rynkach pracy oraz wzrost realnych wynagrodzeń w wielu krajach. Natomiast niekorzystnie na koniunkturę w części krajów nadal oddziaływały skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania i silnych szoków podażowych z poprzednich lat. Ponadto utrzymuje się niepewność co do perspektyw aktywności na świecie, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej. W I kw. 2025 r. roczna dynamika PKB w strefie euro przyspieszyła do 1,5%, natomiast w Stanach Zjednoczonych spowolniła do 2,1%.

Od publikacji *Raportu o inflacji – marzec 2025 r.* inflacja na świecie się obniżyła. W wielu gospodarkach w kierunku niższej inflacji oddziaływał spadek dynamiki cen energii. Obniżyła się także inflacja bazowa, choć w wielu krajach pozostała podwyższona. Z kolei roczna dynamika cen produkcji w przemyśle w największych gospodarkach rozwiniętych była w ostatnim okresie zbliżona do zera, a w Chinach była ujemna.

Ceny większości surowców energetycznych i rolnych w czerwcu 2025 r. były przeciętnie niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie w przypadku obu grup towarowych ceny kształtowały się nadal powyżej średnich poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19, do czego przyczyniały się utrzymujące się ograniczenia podażowe na części rynków, w tym związane z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę, oraz napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie.

W ostatnich miesiącach większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych obniżyła stopy procentowe lub utrzymywała je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych obniżkach. Jednocześnie we wszystkich gospodarkach rozwiniętych stopy procentowe kształtowały się istotnie powyżej poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19. Na początku czerwca rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w wielu gospodarkach kształtowały się na podobnym poziomie jak pod koniec lutego br. Z kolei kurs dolara amerykańskiego od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* wyraźnie się osłabił względem wielu innych walut, w tym euro.

Inflacja CPI w I kw. 2025 r. wyniosła 4,9% r/r, wyraźnie przekraczając cel inflacyjny NBP. W kwietniu i maju dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych się obniżyła (wyniosła 4,3% r/r w kwietniu i 4,0% r/r w maju). W ostatnich miesiącach utrzymywała się wysoka roczna dynamika cen administrowanych, przede wszystkim w związku ze wzrostem cen energii elektrycznej i gazu ziemnego (na skutek ich częściowego odmrożenia od lipca ub.r. i podwyższenia taryf na dystrybucję gazu ziemnego od stycznia br.), a także – choć w mniejszym stopniu – wskutek wyższych opłat za zaopatrywanie w zimną wodę i kanalizację oraz za wywóz śmieci. Spadkowi inflacji CPI po I kw. br. sprzyjało natomiast obniżanie się rocznych dynamik cen żywności (wskutek wygaśnięcia wpływu przywrócenia 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty spożywcze od kwietnia 2024 r. na roczną dynamikę CPI) i paliw (w szczególności w następstwie spadku cen ropy naftowej na rynku światowym i osłabienia się dolara amerykańskiego). Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w ostatnich miesiącach, głównie wskutek spadku rocznej dynamiki cen usług, która jednak nadal była podwyższona. Z kolei

tempo wzrostu cen towarów nieżywnościowych pozostało niskie w warunkach utrzymywania się ujemnej rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Wzrost aktywności gospodarczej w Polsce w I kw. 2025 r. wyniósł 3,2% r/r (wobec 3,4% r/r w IV kw. 2024 r.). W kierunku niższej dynamiki PKB oddziaływał przede wszystkim niższy wkład zmiany zapasów, a także spowolnienie wzrostu spożycia publicznego i konsumpcji gospodarstw domowych. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost inwestycji w ujęciu rocznym, po wyraźnym spadku w poprzednim kwartale, oraz poprawa wkładu eksportu netto, który jednak pozostał ujemny.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 w 2024 r. wyniósł 239,8 mld zł (6,6 % PKB) wobec 180,1 mld zł (5,3% PKB) w 2023 r. Do pogłębienia deficytu w głównej mierze przyczyniło się zwiększenie wydatków publicznych w relacji do PKB, w szczególności kosztów pracy – w związku z podwyżkami wynagrodzeń nauczycieli i pracowników państwowej sfery budżetowej – oraz wydatków na świadczenia społeczne pieniężne. Dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych również wzrosły w relacji do PKB, jednak dochody budżetu państwa, w szczególności podatkowe, okazały się istotnie niższe od pierwotnie założonych w *Ustawie budżetowej na rok 2024 z dnia 18 stycznia 2024 r.*

Zagregowany wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych w I kw. 2025 r. wzrósł w ujęciu rocznym, na co istotny wpływ miała poprawa wyniku sektora energetycznego. W kierunku poprawy wyniku finansowego brutto oddziaływał wzrost zarówno wyniku ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, jak i wyniku z pozostałej działalności operacyjnej. W I kw. 2025 r. rentowność sektora przedsiębiorstw była wyższa niż rok wcześniej, choć nadal niższa od wieloletniej średniej, a jego płynność w większości sekcji gospodarki pozostała wysoka.

Na rynku pracy na początku 2025 r. stopa bezrobocia była nadal niska. Jednocześnie roczna dynamika wynagrodzeń była niższa niż w 2024 r., choć była wciąż relatywnie wysoka.

W ostatnich miesiącach na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływały w szczególności nastroje na światowych rynkach finansowych oraz dostosowanie stóp procentowych NBP w maju 2025 r. Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* rentowności polskich obligacji skarbowych – pomimo napływających informacji o wyższym od wcześniejszych planów poziomie wskaźników deficytu i długu sektora finansów publicznych w Polsce – obniżyły się w warunkach niższego poziomu stóp procentowych NBP i spadku rynkowych prognoz inflacji. Jednocześnie złoty – podobnie jak wiele innych walut – umocnił się wobec dolara amerykańskiego, natomiast względem euro się osłabił.

Dynamika agregatu M3 w I kw. 2025 r. wyniosła 9,9% r/r (wobec 8,7% r/r w IV kw. 2024 r.). Jednocześnie roczna dynamika zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych się obniżyła, a przedsiębiorstw wzrosła.

Saldo rachunku bieżącego oraz kształtowanie się pozostałych wskaźników nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki. W I kw. 2025 r. saldo rachunku bieżącego ponownie się obniżyło. Podobnie jak w poprzednich kwartałach obniżenie się salda wynikało przede wszystkim z pogłębienia się deficytu obrotów towarowych. Nieznacznie spadło również saldo usług, a deficyt na rachunku dochodów pierwotnych nie uległ zmianie względem poprzedniego okresu.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji ekonomicznej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające

na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie marzec – maj 2025 r. oraz *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w czerwcu i lipcu 2025 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2025 r.

W rozdziale 4. Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 9 czerwca 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,5 – 4,4% w 2025 r. (wobec 4,1 – 5,7% w projekcji z marca br.), 1,7 – 4,5% w 2026 r. (wobec 2,0 – 4,8%) oraz 0,9 – 3,8% w 2027 r. (wobec 1,1 – 3,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 4,3% w 2025 r. (wobec 2,9 – 4,6% w projekcji z marca br.), 2,1 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,0%) oraz 1,3 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,1 – 3,5%).

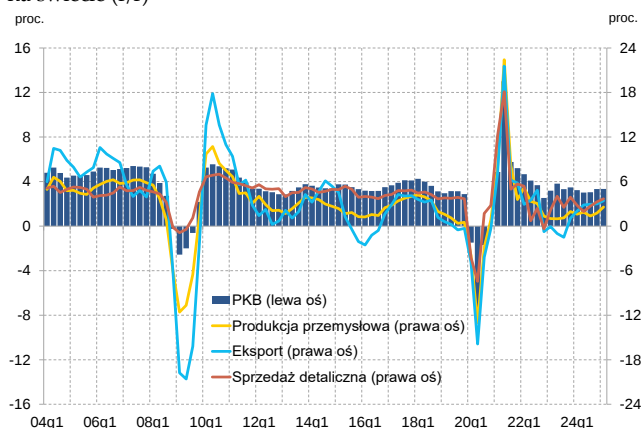
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Wzrost gospodarczy na świecie pozostaje niższy od wieloletniej średniej. W ostatnich kwartałach wspierała go korzystna sytuacja na rynkach pracy oraz wzrost realnych wynagrodzeń w wielu krajach. Jednocześnie w światowym eksporcie towarów kontynuowane było ożywienie (Wykres 1.1), wsparte w pierwszych miesiącach 2025 r. zwiększonym importem Stanów Zjednoczonych w obawie przed wzrostem ciał importowych. Natomiast niekorzystnie na koniunkturę w części krajów nadal oddziaływały skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania i silnych szoków podaży z poprzednich lat. Ponadto utrzymuje się niepewność co do perspektyw aktywności na świecie, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej¹.

W strefie euro dynamika PKB w I kw. 2025 r. wyniosła 1,5% r/r, a w IV kw. ub.r. 1,2% r/r (wobec 0,9% r/r w III kw. 2024 r.; Wykres 1.2)^{2,3}. Jednocześnie tempo wzrostu PKB istotnie różniło się między krajami strefy euro. W Niemczech odnotowano stabilizację PKB w ujęciu rocznym w I kw. br. po kilku kwartałach jego spadku. We Francji dynamika PKB wyniosła 0,6% r/r, we Włoszech 0,7% r/r, a w Hiszpanii 2,8% r/r. Dodatni wpływ na wzrost PKB strefy euro w I kw. br. miały konsumpcja prywatna, spożycie

Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



Źródło: dane LSEG Datastream, Centraal Planbureau, OECD, Eurostat, MFW i krajowych urzędów statystycznych, obliczenia NBP.

Dynamika globalnego PKB, sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej jest obliczana przy użyciu wag na podstawie danych o PKB wyrażonym w parytecie siły nabywczej (PPP). Próba obejmuje 58 gospodarek tworzących ponad 80% światowego PKB wyrażonego w PPP. Dynamika światowego eksportu wg danych Centraal Planbureau. Ze względu na ograniczoną dostępność danych z niektórych krajów, zbiory gospodarek użytych do obliczenia poszczególnych szeregów nieznacznie się różnią.

¹ W marcu i kwietniu 2025 r. Stany Zjednoczone wprowadziły m.in. cła na import stali, aluminium oraz samochodów. W kwietniu wprowadzono także podwyższone stawki celne na import do Stanów Zjednoczonych pozostałych towarów z większości krajów świata, w tym z krajów Unii Europejskiej i – szczególnie wysokie – z Chin. Podczas trwających negocjacji handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i ich partnerami handlowymi wysokość stawek celnych podlegała istotnym zmianom.

² W ostatnich kwartałach kształtowanie się dynamiki PKB w strefie euro znajdowało się pod silnym wpływem danych z Irlandii. Po wyłączeniu Irlandii z agregatu strefy euro dynamika PKB w I kw. br. wyniosła 0,8% r/r wobec 0,9% r/r w III i IV kw. ub.r.

³ W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w strefie euro wyniosła 0,2% w IV kw. 2024 r., a w I kw. 2025 r. 0,6%.

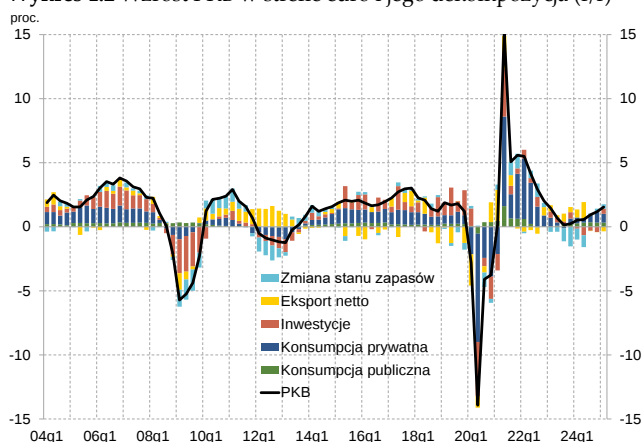
zbiorowe oraz inwestycje. Zwiększył się także stan zapasów. Ujemny wkład do dynamiki PKB miał natomiast eksport netto. Stopa bezrobocia w IV kw. 2024 r. i w I kw. 2025 r. utrzymała się na historycznie niskim poziomie 6,2%.

W Stanach Zjednoczonych aktywność gospodarcza w I kw. br. się obniżyła, co przełożyło się na spadek rocznej dynamiki PKB do 2,1% (wobec 2,5% w IV kw. i 2,7% w III kw. 2024 r.; Wykres 1.3)⁴. Dynamika PKB w I kw. 2025 r. była wspierana przez wzrost popytu wewnętrznego, w tym zwłaszcza konsumpcji prywatnej. Natomiast eksport netto miał ujemny wkład do wzrostu PKB. Jednocześnie sytuacja na rynku pracy pozostawała korzystna: zatrudnienie poza rolnictwem rosło w relatywnie wysokim tempie, a stopa bezrobocia nie podlegała istotnym zmianom i wyniosła w maju 2025 r. 4,2%.

W Chinach dynamika PKB w I kw. 2025 r. i w IV kw. 2024 r. była stabilna na poziomie 5,4% r/r⁵. Popyt gospodarstw domowych lekko się umocnił w efekcie działań stymulacyjnych władz w zakresie polityki gospodarczej, choć nastroje konsumentów pozostały pesymistyczne. Wzrost aktywności nadal ograniczała dekoniunktura na rynku nieruchomości, choć skala spadków inwestycji mieszkaniowych, a także sprzedaży i cen mieszkań była mniejsza niż w poprzedzających kwartałach. Jednocześnie utrzymał się wysoki wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

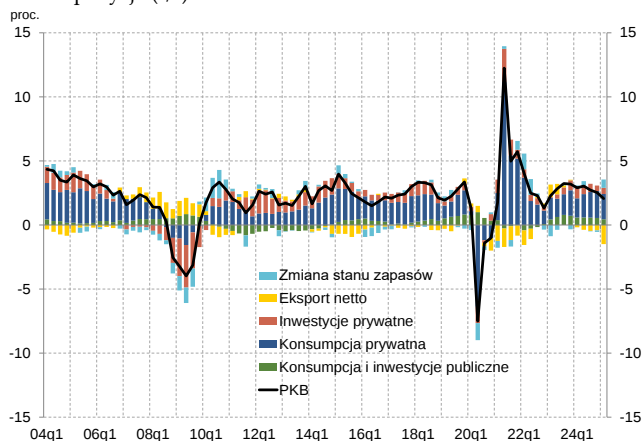
W IV kw. 2024 r. i w I kw. 2025 r. dynamika aktywności w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro była zróżnicowana⁶. W IV kw. 2024 r. wzrost PKB w Czechach wyniósł 1,8% r/r, natomiast w Rumunii i na Węgrzech był znacznie niższy i wyniósł, odpowiednio, 0,4% r/r i 0,1% r/r⁷. W I kw. 2025 r. dynamika PKB

Wykres 1.2 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.3 Wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

⁴ W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych obniżył się w I kw. 2025 r. o 0,2% saar wobec wzrostu o 2,4% saar w IV kw. 2024 r. i 3,1% saar w III kw. 2024 r.

⁵ W ujęciu kwartalnym PKB w Chinach wzrósł o 1,2% w I kw. 2025 r. wobec 1,6% w IV kw. 2024 r.

⁶ Analizowana grupa krajów obejmuje Czechy, Węgry i Rumunię.

⁷ W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w IV kw. ub.r. wyniosła 0,7% w Czechach, 0,5% w Rumunii oraz 0,6% na Węgrzech.

przyspieszyła w Czechach i Rumunii, odpowiednio do 2,2% r/r i 0,6% r/r, a na Węgrzech – w warunkach utrzymującego się wyraźnego spadku inwestycji – obniżyła się do -0,4% r/r⁸. We wszystkich trzech gospodarkach korzystnie na dynamikę PKB w I kw. br. oddziaływał wzrost konsumpcji prywatnej. Z kolei saldo wymiany handlowej z zagranicą miało ujemny wkład do wzrostu PKB.

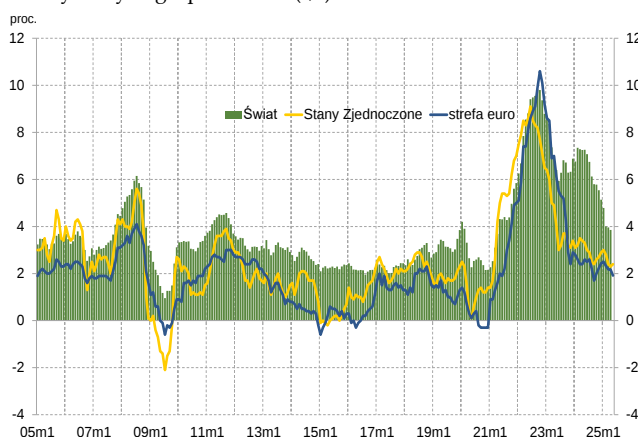
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja na świecie się obniżyła (Wykres 1.4). W wielu gospodarkach w kierunku niższej inflacji oddziaływał spadek dynamiki cen energii. Obniżyła się także inflacja bazowa, choć w wielu krajach pozostała podwyższona (Wykres 1.5). Z kolei roczna dynamika cen produkcji w przemyśle w największych gospodarkach rozwiniętych była w ostatnim okresie zbliżona do zera, a w Chinach była ujemna (Wykres 1.6).

Inflacja HICP w strefie euro obniżyła się w maju 2025 r. do 1,9% r/r (wobec 2,5% r/r w styczniu 2025 r.). Spadek inflacji w ostatnich miesiącach wynikał z niższej dynamiki cen energii (-3,6% r/r w maju br. wobec 1,9% r/r w styczniu 2025 r.). Obniżyła się także inflacja bazowa (2,3% r/r w maju br. wobec 2,7% r/r w styczniu 2025 r.), co wynikało ze spadku dynamiki cen usług przy relatywnie stabilnej dynamice cen towarów przemysłowych (Wykres 1.5)⁹. Natomiast w kierunku wyższej inflacji od początku br. oddziaływał wzrost dynamiki cen żywności (3,3% r/r w maju br. wobec 2,3% r/r w styczniu 2025 r.), w tym zwłaszcza żywności nieprzetworzonej.

W Stanach Zjednoczonych w ostatnim okresie inflacja CPI obniżyła się do 2,4% r/r w maju 2025 r. (z 3,0% r/r w styczniu 2025 r.), co wynikało ze

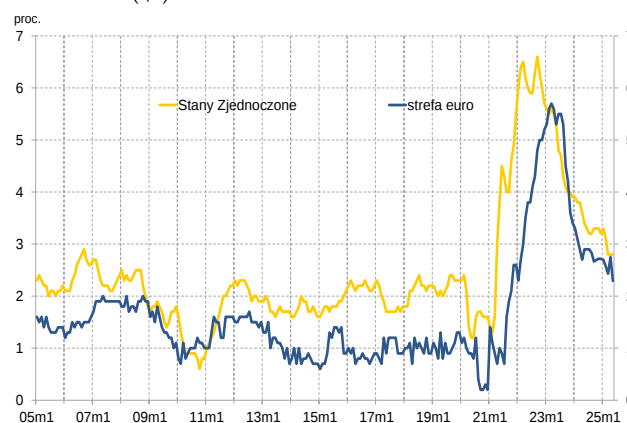
Wykres 1.4 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane LSEG Datastream, MFW, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych ważona udziałami PKB według parytetu siły nabywczej (PPP). Od 2019 r. łączny udział uwzględnionych gospodarek w światowym PKB według PPP wynosi według szacunków MFW w przybliżeniu 90%. Szacunki do 2018 r., ze względu na ograniczoną dostępność danych, bazują na odmiennym zbiorze gospodarek, obejmującym w przybliżeniu 85% światowego PKB. Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

Wykres 1.5 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych.

⁸ W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w I kw. br. wyniosła 0,8% w Czechach, 0,0% w Rumunii oraz -0,2% na Węgrzech.

⁹ W maju 2025 r. dynamika cen usług w strefie euro wyniosła 3,2% r/r (wobec 3,9% r/r w styczniu 2025 r.), natomiast dynamika cen towarów wyniosła 0,6% r/r (wobec 0,5% r/r w styczniu 2025 r.).

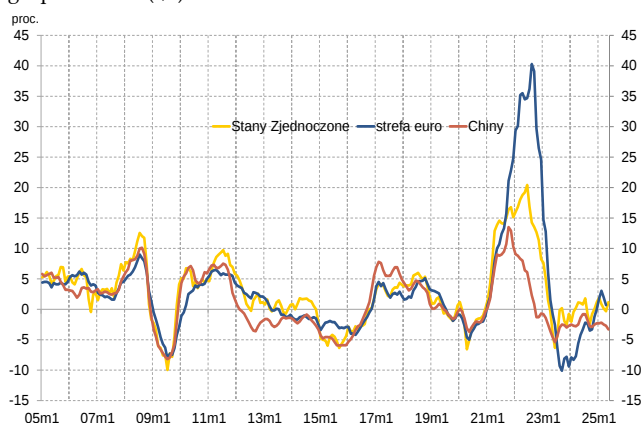
spadku dynamiki cen energii oraz obniżenia się inflacji bazowej¹⁰. Inflacja bazowa CPI w maju 2025 r. wyniosła 2,8% r/r (wobec 3,3% r/r w styczniu 2025 r.), przy czym dynamika cen usług obniżyła się w stosunku do stycznia 2025 r., a dynamika cen towarów wzrosła¹¹.

Również w większości gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja HICP obniżyła się od stycznia 2025 r. (Wykres 1.7). W maju 2025 r. inflacja HICP wyniosła w Czechach 2,3% r/r (wobec 2,9% r/r w styczniu), na Węgrzech 4,5% r/r (wobec 5,7% r/r w styczniu), a w Rumunii 5,4% r/r (wobec 5,3% r/r w styczniu)¹². W wymienionych gospodarkach obniżyły się dynamika cen energii oraz inflacja bazowa, przy czym na Węgrzech spadła również dynamika cen żywności. Z kolei inflacja bazowa HICP w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w maju 2025 r. była nadal podwyższona, choć obniżyła się względem stycznia br. (do 3,1% r/r w Czechach, 5,5% r/r w Rumunii i 5,4% r/r na Węgrzech).

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców energetycznych i rolnych w czerwcu 2025 r. były przeciętnie niższe niż rok wcześniej¹³. Jednocześnie w przypadku obu grup towarowych ceny kształtowały się nadal powyżej średnich poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19¹⁴, do czego przyczyniały się utrzymujące się ograniczenia podaży na części rynków, w tym związane z rosyjską agresją

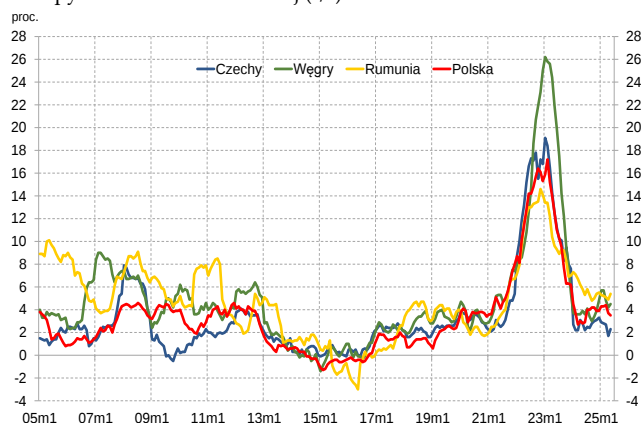
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen produkcji w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics, LSEG Datastream.

Stany Zjednoczone – dynamika cen produkcji w przetwórstwie przemysłowym, strefa euro i Chiny – dynamika cen produkcji w przemyśle.

Wykres 1.7 Zharmonizowane wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych (HICP) w wybranych gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat.

¹⁰ Z kolei inflacja PCE – do której odnosi się cel inflacyjny Rezerwy Federalnej – wyniosła 2,1% r/r w kwietniu 2025 r. wobec 2,5% w styczniu 2025 r.

¹¹ W maju 2025 r. dynamika cen usług wyniosła 3,6% r/r (wobec 4,3% r/r w styczniu 2025 r.), natomiast dynamika cen towarów wyniosła 0,3% r/r (wobec -0,1% r/r w styczniu 2025 r.).

¹² Inflacja CPI również się obniżyła w Czechach i na Węgrzech i wyniosła w maju 2025 r. odpowiednio 2,4% r/r (wobec 2,8% r/r w styczniu br.) i 4,4% r/r (wobec 5,5% r/r w styczniu br.). Z kolei w Rumunii odnotowano w tym okresie wzrost inflacji CPI do 5,5% r/r (wobec 5,0% r/r w styczniu br.).

¹³ Średnie ceny surowców energetycznych w czerwcu 2025 r. obliczono na podstawie danych do 16 czerwca 2025 r. Indeks cen surowców rolnych uwzględnia dane do 13 czerwca 2025 r.

¹⁴ Ceny ropy naftowej, gazu i węgla w czerwcu 2025 r. kształtowały się na poziomie odpowiednio o 18%, 109% i 20% wyższym od średnich poziomów z lat 2015-2019. Z kolei ceny surowców rolnych w czerwcu 2025 r. były o 37% wyższe od analogicznej średniej.

zbrojną na Ukrainę, oraz napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie.

Średnia cena ropy naftowej Brent w czerwcu była o 9% niższa niż w lutym br. i o 18% niższa niż rok wcześniej (Wykres 1.8). Do spadku cen ropy przyczyniła się niepewność dotycząca przyszłego poziomu aktywności w gospodarce światowej, w szczególności związana ze zmianami polityki handlowej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Obniżeniu się ceny ropy sprzyjała również decyzja OPEC+ o znacznie większym od oczekiwań zwiększeniu limitów jej wydobycia. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływało utrzymywanie sankcji nałożonych na Rosję. Na kształtowanie się cen ropy w ostatnim czasie wpłynęła również eskalacja napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie¹⁵.

Ceny gazu ziemnego w czerwcu były o 21% niższe niż w lutym br., ale o 12% wyższe niż rok wcześniej (Wykres 1.9). W kierunku niższych cen gazu ziemnego – oprócz obaw o pogorszenie koniunktury na świecie – oddziaływał sezonowy spadek popytu związany z końcem sezonu grzewczego na półkuli północnej. Jednocześnie ceny surowca utrzymywały się na wyższym poziomie niż w ubiegłym roku ze względu na wstrzymanie dostaw z Rosji do Europy przez Ukrainę od stycznia 2025 r. (w związku z wygaśnięciem umowy na przesył gazu) oraz plany Komisji Europejskiej dotyczące wprowadzenia zakazu zawierania nowych umów na import rosyjskiego gazu z końcem roku. Z kolei ceny węgla obniżyły się od lutego br. o 7% i były o 17% niższe niż przed rokiem, czemu sprzyjała dobra sytuacja podażowa.

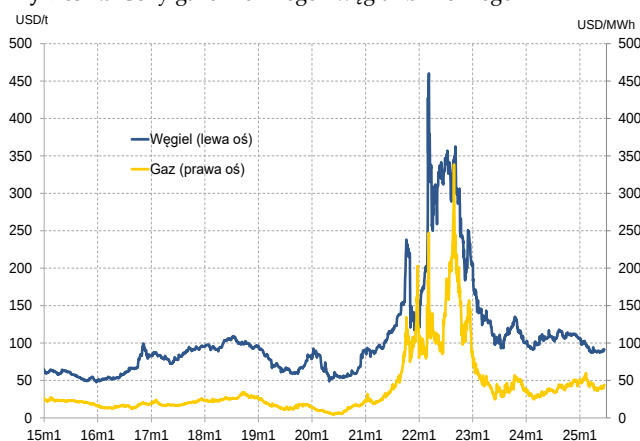
Indeks cen surowców rolnych NBP w czerwcu był o 24% niższy niż w lutym oraz o 5% niższy niż w czerwcu ub.r. (Wykres 1.10). W ostatnich miesiącach obniżyły się przede wszystkim ceny pszenicy, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku

Wykres 1.8 Cena baryłki ropy naftowej Brent



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.9 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Ceny wyrażają notowania kontraktów futures na miesiąc wprzód na gaz ziemny dostarczany do holenderskiego hubu TTF oraz węgiel *Free on Board* w porcie Richards Bay. USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MWh – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za megawatogodzinę.

Wykres 1.10 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen artykułów rolnych wchodzi ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła i zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

¹⁵ W szczególności w połowie czerwca 2025 r. ceny ropy naftowej wyraźnie wzrosły w związku z eskalacją napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie i wynikających z niej obaw o ciągłość dostaw ropy z krajów głównych producentów przez cieśninę Ormuz.

oraz ziemniaków, czemu sprzyjała poprawa perspektyw podaży na rynkach tych surowców. Podrożała natomiast w szczególności europejska wieprzowina w związku ze wzrostem popytu importowego po odzyskaniu przez Niemcy statusu kraju wolnego od pryszczycy i zniesieniu ograniczeń importu przez partnerów handlowych.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

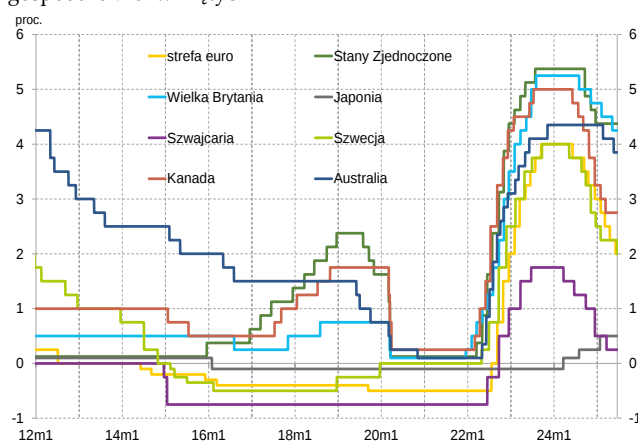
W ostatnich miesiącach większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych obniżyła stopy procentowe lub utrzymywała je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych obniżkach. Jednocześnie we wszystkich gospodarkach rozwiniętych stopy procentowe kształtowały się istotnie powyżej poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19 (Wykres 1.11, Wykres 1.12).

W ostatnim okresie Europejski Bank Centralny (EBC) ponownie obniżył stopy procentowe – łącznie od czerwca 2024 r. stopa depozytowa EBC została obniżona o 2,00 pkt proc. do poziomu 2,00%. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) w ostatnim okresie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie – przedział dla stopy *fed funds* wynosi obecnie 4,25-4,50%. Wcześniej, od września do grudnia 2024 r., Fed obniżył przedział dla stopy *fed funds* łącznie o 1,00 pkt proc.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* część banków centralnych pozostałych gospodarek rozwiniętych, w tym Australii, Nowej Zelandii, Szwajcarii, Szwecji oraz Wielkiej Brytanii, obniżyła stopy procentowe, a banki centralne Norwegii, Japonii i Kanady utrzymywały stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W regionie Europy Środkowo-Wschodniej banki centralne Węgier i Rumunii w ostatnich miesiącach utrzymywały stopy procentowe na niezmiennym poziomie po wcześniejszych

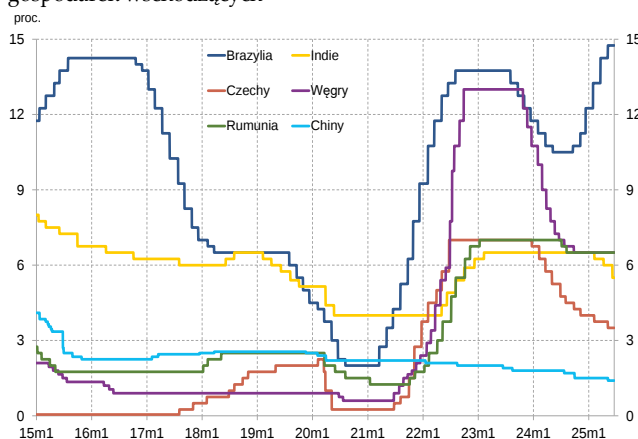
Wykres 1.11 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – *policy rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*.

Wykres 1.12 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek wschodzących



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Brazylii – *Selic Rate*; dla Indii – stopa repo; dla Chin – stopa reverse repo 7D; dla Czech – stopa repo 2W; dla Rumunii – *Policy rate*; dla Węgry – *base rate*.

obniżkach, a w Czechach w maju 2025 r. obniżono stopy procentowe.

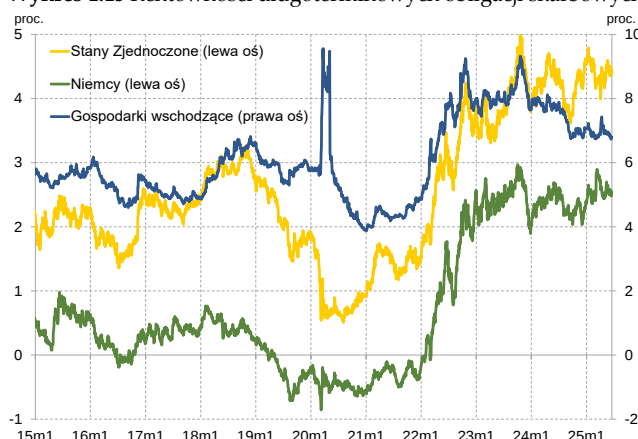
Z kolei spośród pozostałych gospodarek wschodzących w ostatnim okresie część banków centralnych obniżyła stopy procentowe (m.in. w Chinach, Indiach i Meksyku), część utrzymywała je na niezmiennym poziomie (m.in. w Chile), a niektóre dokonały podwyżek stóp procentowych (m.in. w Brazylii).

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach na nastroje na światowych rynkach finansowych wpływały w szczególności niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej i inflacji, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej głównych gospodarek, oraz obniżenie stóp procentowych w części gospodarek (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* oraz rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W tych uwarunkowaniach na początku czerwca rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w wielu gospodarkach kształtowały się na podobnym poziomie jak pod koniec lutego br. (Wykres 1.13). Z kolei indeksy giełdowe na świecie – po przejściowym spadku w kwietniu br. – były nieco wyższe niż pod koniec lutego br. i w gospodarkach rozwiniętych były zbliżone do najwyższego poziomu w historii (Wykres 1.14). Jednocześnie kurs dolara amerykańskiego wyraźnie się osłabił względem wielu innych walut, w tym euro (Wykres 1.15).

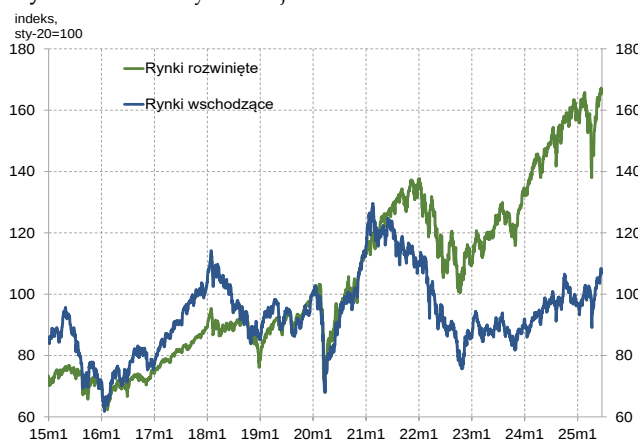
Wykres 1.13 Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Stany Zjednoczone i Niemcy – rentowności 10-letnich obligacji; gospodarki wschodzące – Bloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns.

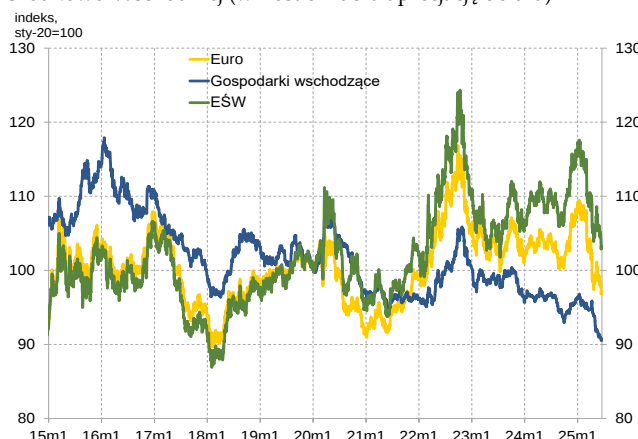
Wykres 1.14 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

Rynki rozwinięte – MSCI World Equity Index; rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

Wykres 1.15 Kurs dolara amerykańskiego względem euro oraz walut gospodarek wschodzących i gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej (wzrost oznacza aprecjację dolara)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

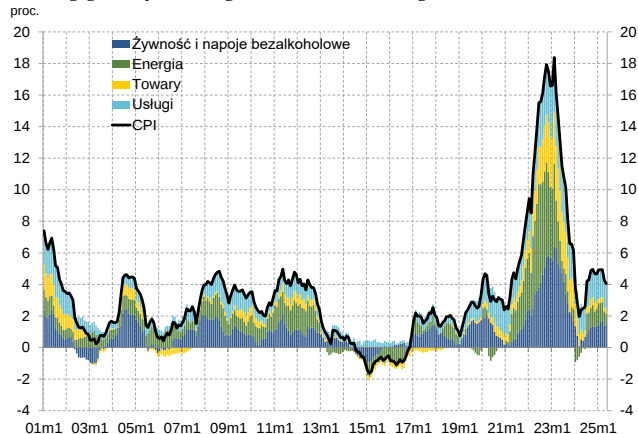
Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index; Europa Środkowo-Wschodnia – średnia kursów walut Czech, Rumunii i Węgier względem dolara amerykańskiego, ważona PKB.

2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Inflacja CPI w I kw. 2025 r. wyniosła 4,9% r/r¹⁶ (Wykres 2.1), wyraźnie przekraczając cel inflacyjny NBP. W kwietniu i maju dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych się obniżyła (wyniosła 4,3% r/r w kwietniu i 4,0% r/r w maju). W ostatnich miesiącach utrzymywała się wysoka roczna dynamika cen administrowanych, przede wszystkim w związku ze wzrostem cen energii elektrycznej i gazu ziemnego (na skutek ich częściowego odmrożenia od lipca ub.r. i podwyższenia taryf na dystrybucję gazu ziemnego od stycznia br.), a także – choć w mniejszym stopniu – wskutek wyższych opłat za zaopatrywanie w zimną wodę i kanalizację (efekt zatwierdzania nowych taryf) oraz za wywóz śmieci. Spadkowi inflacji CPI po I kw. br. sprzyjało natomiast obniżanie się rocznych dynamik cen żywności (wskutek wygaśnięcia wpływu przywrócenia 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty spożywcze od kwietnia 2024 r. na roczną dynamikę CPI) i paliw (w szczególności w następstwie spadku cen ropy naftowej na rynku światowym i osłabienia się dolara amerykańskiego; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców* i rozdz. 2.6 *Rynki finansowe i ceny aktywów*). Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w ostatnich miesiącach, głównie wskutek spadku rocznej dynamiki cen usług, która jednak nadal była podwyższona (6,0% w maju br.)¹⁷. Z kolei tempo wzrostu cen towarów nieżywnościowych pozostało niskie w warunkach

Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i jej struktura według głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁶ Wskutek rewizji systemu wag przez GUS odczyt inflacji CPI w styczniu 2025 r. został zrewidowany z 5,3% r/r do 4,9% r/r.

¹⁷ Na dynamikę cen usług wpływało m.in. kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń, która w ostatnim okresie była niższa niż w 2024 r., choć nadal relatywnie wysoka (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*).

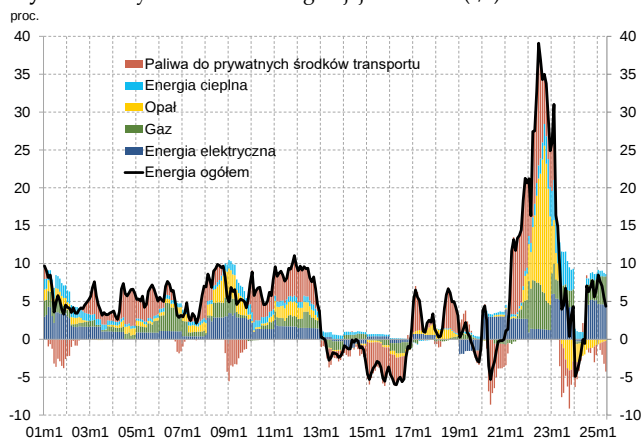
utrzymywania się ujemnej rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych – po przejściowym wzroście z 5,5% r/r w styczniu br. do 6,7% r/r w marcu – w kwietniu obniżyła się do 5,3% r/r, a w maju br. ponownie wyniosła 5,5% r/r. Wzrost inflacji cen żywności w I kw. br. następował m.in. za sprawą efektów bazy związanych z ubiegłorocznym nasileniem się konkurencji cenowej na rynku detalicznym. Spadek rocznej dynamiki cen żywności w kwietniu br. nastąpił wskutek wygaśnięcia wpływu przywrócenia 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty spożywcze od kwietnia 2024 r.

Dynamika cen energii obniżyła się z 8,5% r/r w styczniu br. do 4,4% r/r w maju br. (Wykres 2.2), głównie z powodu pogłębiającej się ujemnej rocznej dynamiki cen paliw (wskutek spadku cen ropy naftowej na rynku światowym, osłabienia dolara amerykańskiego oraz efektów bazy). Natomiast dynamika cen nośników energii pozostawała wysoka. Wynikało to przede wszystkim z wyższych cen energii elektrycznej i gazu ziemnego na skutek ich częściowego odmrożenia od lipca 2024 r. oraz wprowadzenia w styczniu br. nowych, wyższych taryf na dystrybucję gazu ziemnego.

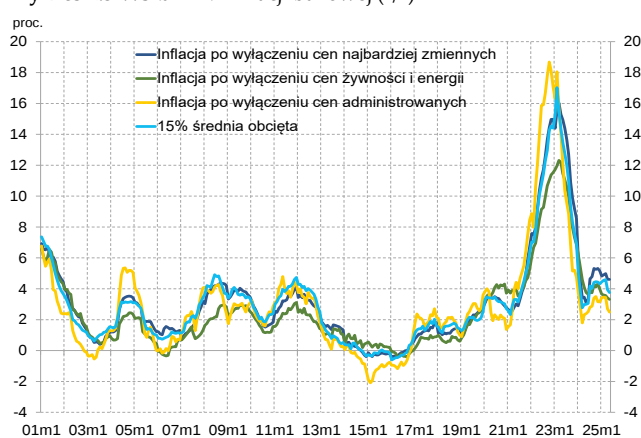
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się do 3,3% r/r w maju br. (z 3,7% r/r w styczniu br.; Wykres 2.3)¹⁸. Spadek ten wynikał w przeważającej mierze z niższej – choć wciąż wysokiej – rocznej dynamiki cen usług (6,0% w maju wobec 6,8% w styczniu br.). Sprzyjało temu obniżenie się inflacji cen usług rynkowych (do 5,6% w maju z 6,7% w styczniu br.), w tym zwłaszcza rocznej dynamiki cen usług związanych z wypoczynkiem (transport powietrzny, turystyka zorganizowana oraz restauracje i hotele)

Wykres 2.2 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁸ Pozostałe miary inflacji bazowej także obniżyły się w pierwszych miesiącach bieżącego roku. W maju br. inflacja po wyłączeniu cen administrowanych wyniosła 2,5% r/r (wobec 3,4% r/r w styczniu br.), 15% średnia obciąża wyniosła 3,8% r/r (wobec 4,4% r/r), a inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wyniosła 4,6% r/r (wobec 4,8% r/r).

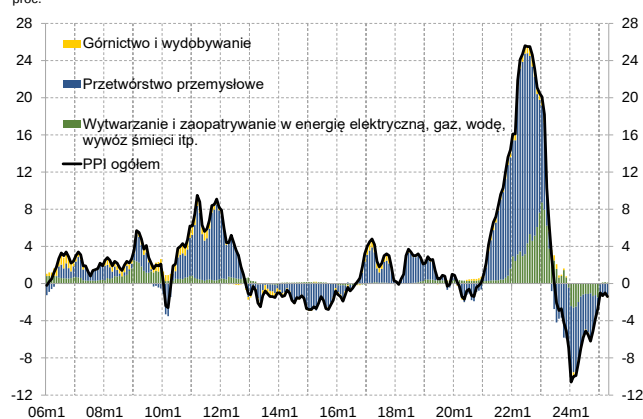
oraz ubezpieczeń. Z drugiej strony, wzrosła roczna dynamika cen usług administrowanych (do 7,7% w maju z 7,3% w styczniu br.), głównie na skutek podwyżek cen wywozu śmieci. Jednocześnie roczna dynamika cen towarów nieznacznie wzrosła (do 1,0% w maju z 0,9% w styczniu br.), na co złożył się wyraźny wzrost rocznej dynamiki cen towarów akcyzowych – głównie na skutek podwyżek stawek akcyzy na wyroby tytoniowe¹⁹ – przy spadku rocznej dynamiki cen większości towarów rynkowych.

W ostatnim okresie pogłębił się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym (do -1,4% r/r kwietniu z -1,0% r/r w styczniu br.; Wykres 2.4), w związku ze spadkiem cen ropy naftowej na rynku światowym oraz osłabieniem dolara amerykańskiego. Ceny producenta nadal obniżały się w ujęciu rocznym w większości działów przemysłu. W szczególności spadały ceny dóbr energetycznych, co ograniczało dynamikę cen produkcji na dalszych etapach łańcucha tworzenia wartości. Natomiast roczna dynamika cen dóbr konsumpcyjnych uwzględnianych w PPI w kwietniu br. była dodatnia po raz pierwszy od września 2023 r.

W czerwcu br. statystyka bilansowa, odzwierciedlająca ankietowe opinie konsumentów na temat przyszłych zmian cen, była wyraźnie niższa niż w styczniu br. (Wykres 2.5). Jednocześnie statystyka bilansowa oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw w II kw. br. była wyraźnie niższa niż w IV kw. 2024 r. Obie te statystyki kształtują się obecnie poniżej długookresowych średnich.

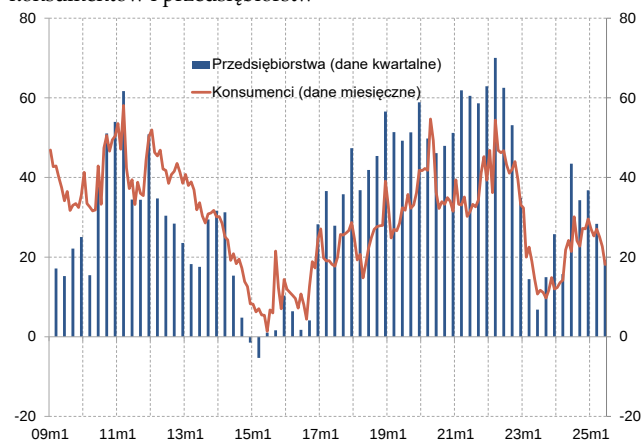
Prognozy inflacji formułowane przez ekspertów zewnętrznych w horyzontach 4 i 8 kwartałów – zgodnie z wynikami Ankiety Makroekonomicznej z czerwca br. i ankiety agencji Reuters z maja br. – obniżyły się względem

Wykres 2.4 Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen w tempie szybszym lub równym obecnemu (lub obecnie postrzeganemu) a odsetkiem respondentów oczekujących braku zmian lub spadku cen (z odpowiednimi wagami). Ze względu na powiązanie niektórych wariantów odpowiedzi na pytanie ankietowe z inflacją bieżącą, wzrost (spadek) statystyki bilansowej może być interpretowany jako przesunięcie opinii ankietowanych w kierunku wyższej (niższej) dynamiki cen w sytuacji braku zmian inflacji bieżącej w przeciwnym kierunku.

¹⁹ Wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe i ich substytuty nastąpił 1 marca br. Jednocześnie, miesięczne tempo wzrostu cen wyrobów tytoniowych było podwyższone już od stycznia br., co wskazuje na wyprzedzający charakter dostosowań cen tych produktów do zmian akcyzy.

marca br. (Tabela 2.1). W maju br. analitycy rynkowi ankietowani przez Reuters oczekiwali, że od III kw. br. inflacja CPI będzie się kształtowała poniżej 3,5%, a od IV kw. 2026 r. ustabilizuje się w pobliżu 2,5%.

2.2 Popyt i produkcja

Wzrost aktywności gospodarczej w Polsce w I kw. 2025 r. wyniósł 3,2% r/r (wobec 3,4% r/r IV kw. ub.r.; Wykres 2.6). W kierunku niższej dynamiki PKB oddziaływał przede wszystkim niższy wkład zmiany zapasów, a także spowolnienie wzrostu spożycia publicznego i konsumpcji gospodarstw domowych. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost inwestycji w ujęciu rocznym, po wyraźnym spadku w poprzednim kwartale, oraz poprawa wkładu eksportu netto, który jednak pozostał ujemny.

Wzrost spożycia gospodarstw domowych w I kw. br. wyniósł 2,5% r/r (wobec 3,5% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.7). Do obniżenia dynamiki przyczyniły się efekty kalendarzowe, tj. krótszy luty oraz późniejszy niż w 2024 r. termin świąt Wielkanocy, a także pewne spowolnienie realnej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, która jednak pozostawała wyższa od wieloletniej średniej (por. rozdz. 2.5 Rynek pracy). Jednocześnie nastroje konsumenckie w I kw. br. nieznacznie się poprawiły w porównaniu z IV kw. ub.r. (Wykres 2.8).

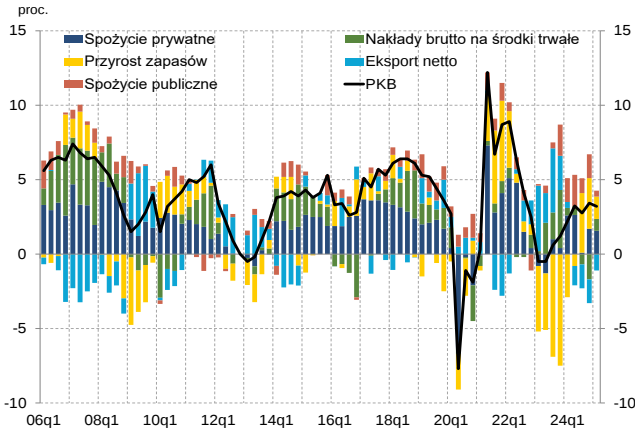
Nakłady brutto na środki trwałe – po wyraźnym spadku w IV kw. ub.r. – wzrosły w I kw. br. (dynamika wyniosła 6,3% r/r w I kw. br. wobec -6,9% r/r w IV kw. 2024 r.). Przyczyniła się do tego wyraźna poprawa rocznej dynamiki inwestycji publicznych, związana z rosnącym wykorzystaniem środków unijnych i prawdopodobnie z dostawami sprzętu wojskowego. Wzrosła także dynamika inwestycji mieszkaniowych. Dane ze sprawozdań finansowych wskazują na ujemną – choć wyższą niż w IV kw. 2024 r. – roczną dynamikę nakładów inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw w ujęciu

Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

Ankieta przeprowadzona w:					
	24q2	24q3	24q4	25q1	25q2
Ankieta Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	5,2	3,7	3,6	3,4	3,2
Ankieta Reuters, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,8	2,9	2,8	2,6	2,5
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	4,5 (3,4-6,1)	3,8 (3,1-4,9)	3,8 (3,1-4,7)	3,3 (2,6-4,1)	3,0 (2,4-3,5)
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	3,0 (1,9-4,5)	3,1 (2,3-4,1)	3,1 (2,3-4,1)	2,8 (2,0-3,7)	2,7 (2,1-3,5)

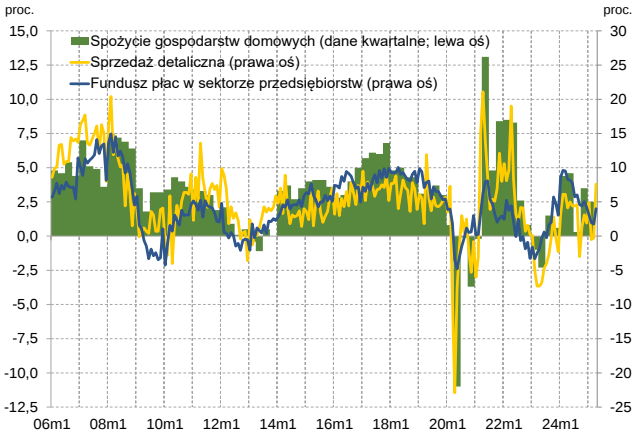
Źródło: dane NBP i LSEG Datastream.
Oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych przedstawiają medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters w ostatnim miesiącu kwartału, z wyjątkiem II kw. br., dla którego podano prognozę z maja. Oczekiwania inflacyjne w Ankiecie Makroekonomicznej NBP są mierzone jako mediana rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano granice 50-procentowego przedziału prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu (interpretowany jako przedział typowych scenariuszy uwzględnianych przez ekspertów). Ankieta odbywa się w ostatnim miesiącu kwartału.

Wykres 2.6 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



Źródło: dane GUS.

Wykres 2.7 Dynamika realna spożycia gospodarstw domowych, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

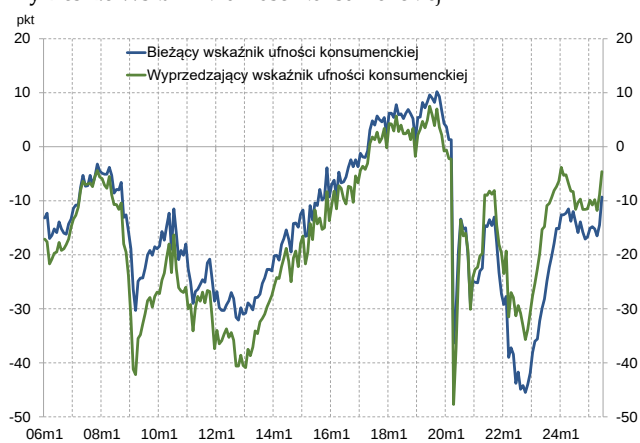
realnym. Spadek dotyczył wszystkich głównych kategorii nakładów, w szczególności inwestycji w środki transportu oraz inwestycji budowlanych. W przetwórstwie przemysłowym spadek inwestycji się pogłębił, natomiast w większości sektorów dynamika się poprawiła, w tym wyraźnie przyspieszył wzrost inwestycji w firmach budowlanych.

Wkład eksportu netto do dynamiki PKB w I kw. br. pozostał ujemny (wyniósł -1,1 pkt proc. wobec -1,6 pkt proc. w IV kw. ub.r.). Realny wzrost importu był wyższy niż wzrost eksportu w warunkach rosnącego popytu krajowego i nadal osłabionego popytu zewnętrznego, w szczególności w związku z niską dynamiką aktywności gospodarczej w Niemczech (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Z kolei w ujęciu nominalnym roczna dynamika eksportu towarów²⁰ była ujemna, przede wszystkim wskutek spadku eksportu do krajów strefy euro, zwłaszcza do Niemiec (Wykres 2.9).

Dynamika wartości dodanej brutto (WDB) spowolniła do 2,2% r/r (wobec 2,5% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.10). Przyczynił się do tego spadek dynamiki wartości dodanej w przemyśle i usługach rynkowych w porównaniu do IV kw. ub.r. Z kolei dynamika WDB w budownictwie w I kw. br. wzrosła i – po raz pierwszy od końca 2023 r. – była nieznacznie dodatnia.

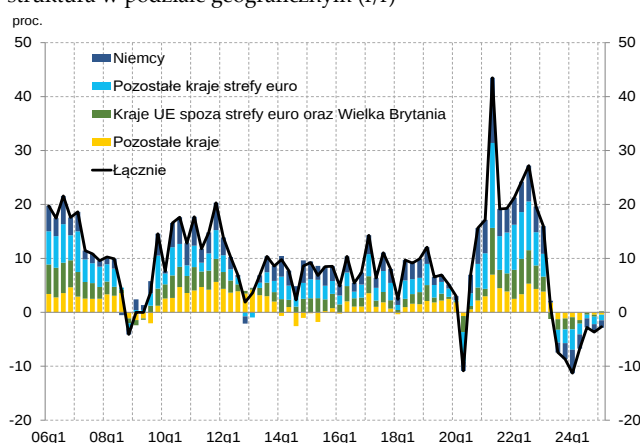
Napływające dane wskazują na ożywienie popytu konsumpcyjnego na początku II kw. br. W szczególności sprzedaż detaliczna silnie wzrosła w kwietniu (o 7,6% r/r wobec 1,4% r/r w I kw. br.), przy czym można to częściowo wiązać z efektami kalendarzowymi, w tym innym niż w 2024 r. terminem świąt Wielkanocy. W II kw. poprawiły się również nastroje konsumenckie. Jednocześnie wzrost produkcji przemysłowej nieznacznie przyspieszył w kwietniu (dynamika

Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

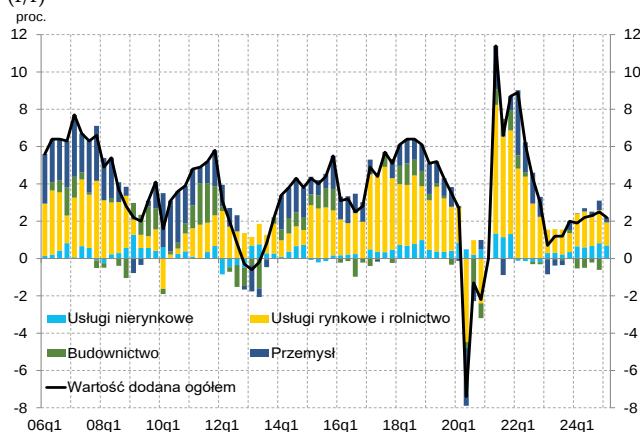
Wykres 2.9 Dynamika nominalnej wartości eksportu oraz jej struktura w podziale geograficznym (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Nominalna dynamika polskiego eksportu towarów w złotych.

Wykres 2.10 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁰ Nominalne dynamiki importu i eksportu towarów według danych GUS.

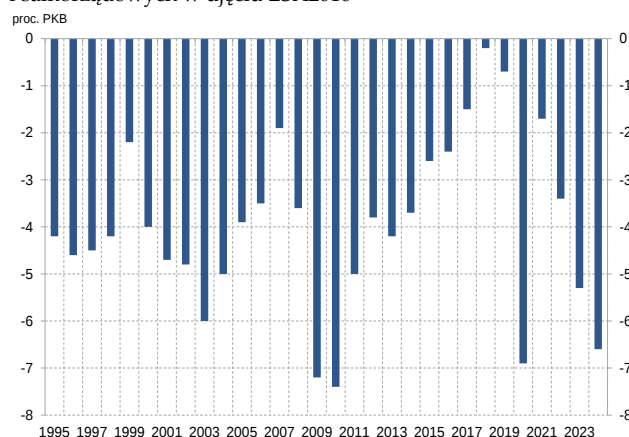
wyniosła 1,2% r/r wobec 0,8% r/r w I kw. br.). Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej obniżyła się i była ujemna (wyniosła -4,2% r/r w kwietniu wobec 0,2% r/r w I kw. br.²¹).

2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 w 2024 r. wyniósł 239,8 mld zł (6,6% PKB) wobec 180,1 mld zł (5,3% PKB) w 2023 r. (Wykres 2.11). Do pogłębienia deficytu w głównej mierze przyczyniło się zwiększenie wydatków publicznych (wzrost z 46,9% PKB w 2023 r. do 49,4% PKB w 2024 r.), w szczególności kosztów pracy (wzrost z 10,2% PKB do 11,5% PKB) – w związku z podwyżkami wynagrodzeń nauczycieli i pracowników państwowej sfery budżetowej – oraz wydatków na świadczenia społeczne pieniężne (wzrost z 15,6% PKB do 17,1% PKB). Dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych również wzrosły (z 41,6% PKB do 42,8% PKB), jednak dochody budżetu państwa, w szczególności podatkowe, okazały się istotnie niższe od pierwotnie założonych w *Ustawie budżetowej na rok 2024 z dnia 18 stycznia 2024 r.* (dochody budżetu państwa wyniosły 623,2 mld zł, tj. o 59,1 mld zł mniej niż pierwotnie zakładano).

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów, po pierwszych pięciu miesiącach 2025 r. deficyt budżetu państwa ukształtował się na poziomie 108,3 mld zł, wobec deficytu 53,1 mld zł w tym samym okresie ub.r. Znacznie wyższy deficyt budżetu państwa w porównaniu do analogicznego okresu 2024 r. był w istotnej mierze efektem reformy dochodów jednostek samorządu terytorialnego, zgodnie z *Ustawą z dnia 1 października 2024 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego*. Ustawa skutkowała m.in. zmianą harmonogramu przekazywania przez

Wykres 2.11 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

²¹ Dynamika kwartalna produkcji budowlano-montażowej obliczona na podstawie dynamik miesięcznych.

budżet środków dla samorządów i ich większą koncentracją w pierwszych miesiącach roku. W pierwszych pięciu miesiącach br. budżet państwa przekazał samorządom z tytułu subwencji ogólnej oraz udziałów w PIT i CIT o 28,2 mld zł więcej niż w analogicznym okresie 2024 r. Na pogorszenie wyniku budżetu państwa wpłynęło również przekazanie w marcu br. dotacji w kwocie około 19 mld zł dla Polskiego Funduszu Rozwoju S.A. na wykup obligacji wyemitowanych na sfinansowanie programu „Tarcza Finansowa”. Budżet państwa przekazywał także wyższe niż przed rokiem dotacje dla Narodowego Funduszu Zdrowia – wydatki budżetu na dotacje w dziale „Ochrona zdrowia” w okresie styczeń-kwiecień br. wyniosły 13,9 mld zł (55,9% planu z *Ustawy budżetowej na rok 2025*), wobec kwoty 3,5 mld zł w analogicznym okresie 2024 r.

Według *Sprawozdania z wdrażania Średniookresowego Planu Budżetowo-Strukturalnego na lata 2025–2028* przyjętego przez rząd w kwietniu br., prognozowany deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2025 r. wynosi 6,3% PKB, wobec deficytu 5,5% PKB zakładanego przez rząd w *Średniookresowym Planie Budżetowo-Strukturalnym na lata 2025-2028* z października ub.r.

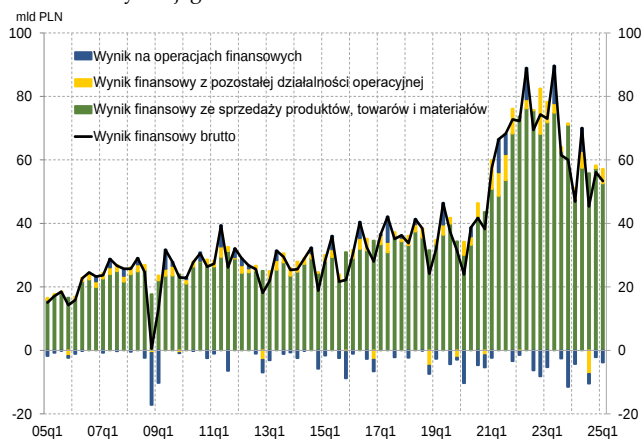
Dług sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 wyniósł 55,3% PKB na koniec 2024 r. wobec 49,5% PKB na koniec 2023 r. i był wyższy niż prognozowano w *Średniookresowym Planie Budżetowo-Strukturalnym na lata 2025-2028* (54,6% PKB na koniec 2024 r.), a według prognozy rządu z kwietnia br. ma wynieść 57,8% PKB na koniec 2025 r.

2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W I kw. 2025 r. zagregowany wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych²² wzrósł o 13,9% r/r (wobec spadku o 6,4% r/r w IV kw. 2024 r.; Wykres 2.12), na co istotny wpływ miała poprawa wyniku sektora energetycznego²³. W kierunku poprawy wyniku finansowego brutto oddziaływał wzrost zarówno wyniku ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (o 9,9% r/r wobec spadku o 19,3% r/r w IV kw. ub.r.), jak i wyniku z pozostałej działalności operacyjnej²⁴.

Do wzrostu wyniku finansowego ze sprzedaży w I kw. 2025 r. przyczynił się głębszy spadek kosztów działalności operacyjnej niż odpowiadających im przychodów (Wykres 2.13)²⁵. Koszty działalności operacyjnej obniżyły się głównie na skutek spadku kosztów towarów zakupionych w celu dalszej odsprzedaży (dynamika wyniosła -4,6% r/r), surowców i materiałów (-1,8% r/r) oraz zużytej energii (-6,6% r/r), w warunkach niższych cen większości surowców energetycznych oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców* oraz 2.1 *Ceny dóbr i usług*). Dynamikę kosztów podwyższały natomiast rosnące koszty pracy (7,3% r/r), a także koszty usług obcych (6,2% r/r). Jednocześnie w kierunku spadku przychodów ze sprzedaży w większym stopniu oddziaływał spadek sprzedaży zagranicznej (-0,8% r/r) niż sprzedaży krajowej (-0,1% r/r).

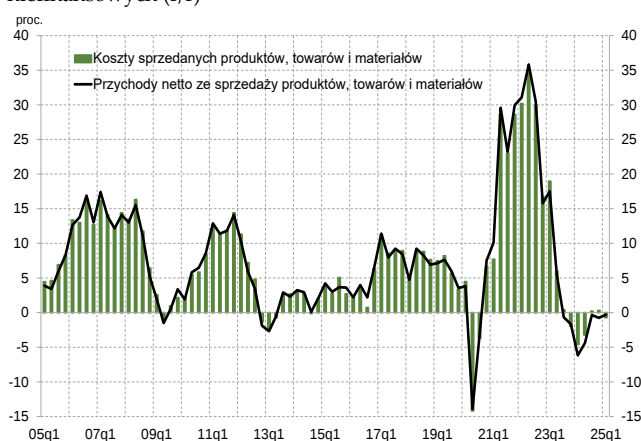
Wykres 2.12 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwale przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Wykres 2.13 Dynamika przychodów netto ze sprzedaży i kosztów związanych ze sprzedażą w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwale przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

²² Dane przedstawione w rozdziale dotyczą podmiotów objętych sprawozdaniem GUS F-01, w których liczba pracujących wynosi 50 lub więcej osób.

²³ W I kw. 2025 r. wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych wyniósł 53,3 mld zł wobec 56,1 mld zł w IV kw. 2024 r. i 46,9 mld zł w I kw. 2024 r. Wkład sekcji gospodarki obejmującej wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych do rocznej dynamiki wyniku finansowego brutto całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych w I kw. 2025 r. wyniósł 11,8 pkt proc.

²⁴ Jednocześnie wynik na operacjach finansowych pozostawał ujemny, chociaż również uległ poprawie w ujęciu rocznym.

²⁵ Przychody ze sprzedaży zmniejszyły się w I kw. 2025 r. o 0,3% r/r, a koszty działalności operacyjnej zmniejszyły się w tym okresie o 0,7% r/r.

Rentowność sektora przedsiębiorstw w I kw. 2025 r. była wyższa niż rok wcześniej, choć nadal niższa od wieloletniej średniej (Tabela 2.2). Rentowność obrotu netto wzrosła do 3,4% z 2,8% przed rokiem, rentowność sprzedaży – do 4,3% z 3,9%, a rentowność aktywów – do 1,0% z 0,9%. Poprawa rentowności obrotu netto w ujęciu rocznym wystąpiła w większości sekcji gospodarki. Odsetek firm rentownych był nieznacznie wyższy niż przed rokiem, natomiast odsetek firm o rentowności powyżej 5% się obniżył.

W I kw. 2025 r. płynność sektora przedsiębiorstw w większości sekcji gospodarki pozostała wysoka. Zarówno wskaźniki płynności, jak i udział przedsiębiorstw z bezpiecznymi poziomami płynności kształtowały się powyżej długookresowych średnich.

Wyniki badań ankietowych NBP wskazują, że w II kw. br. sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw – na tle ocen historycznych – była nadal osłabiona. Nieznacznie zwiększył się przy tym optymizm przedsiębiorstw co do jej poprawy w horyzoncie rocznym.

2.5 Rynek pracy

Na rynku pracy na początku 2025 r. stopa bezrobocia była nadal niska. Jednocześnie roczna dynamika wynagrodzeń była niższa niż w 2024 r., choć była wciąż relatywnie wysoka.

Według BAEL roczna dynamika liczby pracujących była ujemna (wyniosła -0,8% w I kw. br. wobec -0,4% w IV kw. 2024 r.; Wykres 2.14), na co wpłynął głównie dalszy spadek liczby pracujących w rolnictwie indywidualnym (dynamika wyniosła -12,9% w I kw. br.). Dane sprawozdawcze GUS – dotyczące osób zatrudnionych na podstawie umów o pracę – wskazują na spadek liczby pracujących w I kw. br. zarówno w gospodarce narodowej (GN; spadek o 0,5% r/r, po wzroście o 0,1% r/r w IV kw. ub.r.), jak i w sektorze przedsiębiorstw (SP; spadek

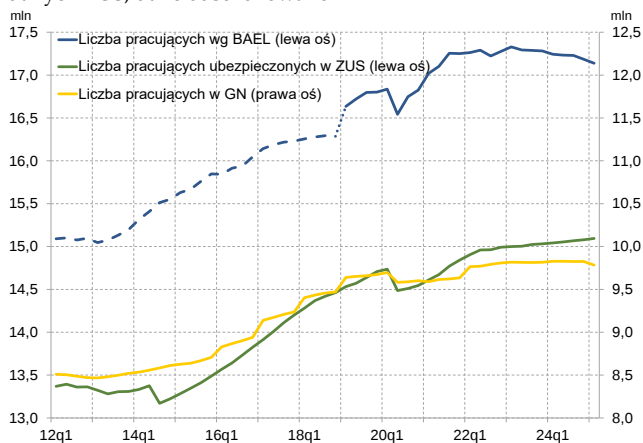
Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (proc.)

	średnia					2024					2025
	2010-2019	w 2020	w 2021	w 2022	w 2023	q1	q2	q3	q4	q1	
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	4,8	5,8	6,1	5,5	3,9	4,8	4,6	4,4	4,3	
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	3,7	5,7	5,0	4,3	2,8	4,8	2,8	3,1	3,4	
Odsetek firm rentownych	66,1	65,3	68,1	68,0	68,1	64,4	65,9	66,1	65,8	64,6	
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	35,3	39,4	42,6	41,3	42,2	37,3	39,1	38,9	38,1	36,2	
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	36,3	42,1	43,9	40,6	38,3	42,0	41,2	42,1	44,0	44,5	
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	1,0	1,7	1,7	1,4	0,9	1,5	0,9	1,0	1,0	
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	2,3	2,1	3,7	3,8	3,1	1,8	3,1	1,8	2,1	2,1	
Udział zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	15,5	14,5	14,3	13,9	13,9	13,8	13,8	14,0	13,9	

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01). Udział firm rentownych oraz firm o rentowności powyżej 5% jest oparty o wartość wskaźnika rentowności obrotu netto (dane odsezonowane). Dla udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej podano średnią obejmującą lata 2015-2019.

Wykres 2.14 Liczba pracujących według BAEL, według danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN) oraz według danych ZUS, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, ZUS, obliczenia NBP.

Liczba pracujących ubezpieczonych w ZUS, podana według stanu na koniec kwartału, obejmuje osoby pracujące w oparciu o umowę o pracę, umowy cywilnoprawne, samozatrudnionych oraz pracujących, którzy są ubezpieczeni z innego tytułu (m.in. pracownicy służb mundurowych i duchowni). Liczba pracujących w GN w przeciwieństwie do danych BAEL dotyczy podmiotów o liczbie pracujących powyżej 9 osób oraz nie uwzględnia m.in.: (1) rolnictwa indywidualnego, (2) zatrudnienia w szarej strefie, (3) zatrudnienia w oparciu o umowy cywilnoprawne.

Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane dotyczące liczby pracujących wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z wcześniejszymi szeregami. Dodatkowo, w związku z aktualizacją liczby ludności BAEL uwzględniającą wyniki Narodowego Spisu Powszechnego z 2021 r., okres przed I kw. 2019 r. (linia przerywana) jest nieporównywalny z okresem późniejszym (linia ciągła).

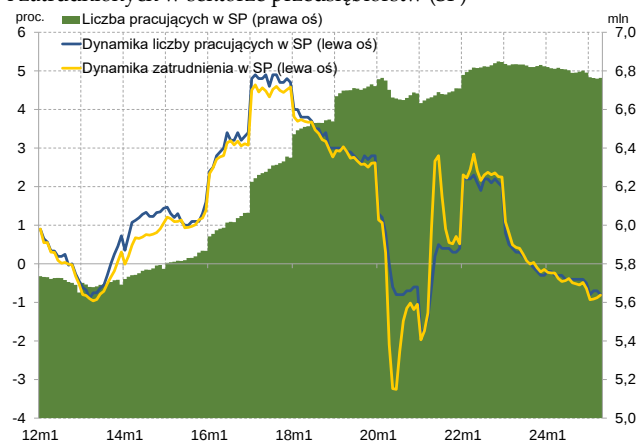
o odpowiednio 0,8% r/r w I kw. br. i o 0,4% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.15)²⁶. Również według danych ZUS liczba osób zatrudnionych na podstawie umów o pracę była niższa niż rok wcześniej, natomiast – ze względu na wzrost liczby pracujących w oparciu o umowy cywilnoprawne oraz osób samozatrudnionych – łączna liczba pracujących ubezpieczonych w ZUS wzrosła (o 0,3% r/r w I kw. br., tak jak w IV kw. 2024 r.)²⁷.

Jednocześnie w pierwszych miesiącach 2025 r. liczba ofert pracy zgłoszonych do powiatowych urzędów była niższa niż rok wcześniej, co wskazuje na ograniczony popyt na nowych pracowników²⁸. Z kolei wyniki badań ankietowych NBP wskazują na pewną poprawę perspektyw zatrudnienia w horyzoncie III kw. br.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w ostatnich miesiącach utrzymywała się na niskim poziomie (5,1% w maju br., dane odsezonowane), a stopa bezrobocia według BAEL wyniosła 3,1% w I kw. br. (wobec 2,9% w IV ub.r., dane odsezonowane; Wykres 2.16).

W I kw. 2025 r. roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia w GN obniżyła się do 10,0% (z 12,4% w IV kw. ub.r.), a w SP do 8,2% (z 10,1% w IV kw. ub.r.; Wykres 2.17)²⁹. W I kw. 2025 r. spadła także roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia w ujęciu realnym – w GN do 5,1% (z 7,5% w IV kw. ub.r.), a w SP do 3,3% (z 5,3% w IV kw. ub.r.). Wyniki badań ankietowych NBP wskazują na spadek odsetka firm planujących podniesienie wynagrodzeń w II i III kw. br., przy nieco wyższej przeciętnej skali planowanych podwyżek.

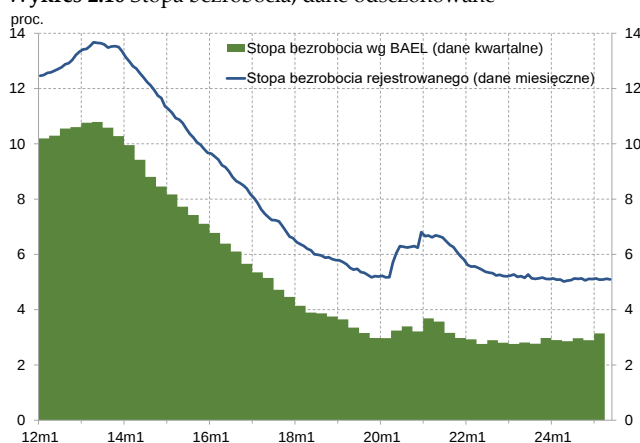
Wykres 2.15 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Sektor przedsiębiorstw (SP) to firmy o liczbie pracujących powyżej 9 pracowników, które prowadzą działalność zaklasyfikowaną do wybranych sekcji PKD. Liczba pracujących w SP, w przeciwieństwie do statystyk zatrudnienia, nie jest wyrażana w przeliczeniu na pełne etaty oraz obejmuje pracowników przebywających na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych lub macierzyńskich.

Wykres 2.16 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Różnice pomiędzy stopą bezrobocia rejestrowanego a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia rejestrowanego wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych (rejestrów urzędowych), a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego (reprezentatywnej próby respondentów).

Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane pochodzące z tego badania począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z wcześniejszymi szeregami. Dodatkowo, w związku z aktualizacją liczby ludności BAEL uwzględniająca wyniki Narodowego Spisu Powszechnego z 2021 r., okres przed I kw. 2019 r. pozostaje nieporównywalny z okresem późniejszym.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w maju – wstępny szacunek Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej.

²⁶ W kwietniu 2025 r. liczba pracujących w SP obniżyła się o 0,8% r/r. Na roczne dynamiki liczby pracujących w SP może wpływać zmiana próby przedsiębiorstw uwzględnianych w badaniu, która dokonywana jest corocznie w styczniu.

²⁷ Według szacunków NBP na podstawie danych ZUS w maju 2025 r. łączna liczba pracujących ubezpieczonych w ZUS wzrosła o 0,4% r/r (tj. podobnie jak w kwietniu br.), lecz po odliczeniu cudzoziemców byłaby niższa o 0,1% r/r.

²⁸ Liczba ofert pracy zgłoszonych do powiatowych urzędów pracy na koniec maja 2025 r. obniżyła się według wstępnych szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej o 34,7% r/r.

²⁹ W kwietniu 2025 r. dynamika przeciętnego wynagrodzenia w SP wzrosła natomiast do 9,3% r/r, co częściowo wynikało z oddziaływania czynników o charakterze jednorazowym, m.in. wypłat okolicznościowych premii w leśnictwie i energetyce.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyła się do 5,8% r/r w I kw. br. (z 8,3% r/r w IV kw. ub.r.), czemu sprzyjało przede wszystkim niższe tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń, przy niewielkim przyspieszeniu wzrostu wydajności pracy³⁰.

Zgodnie z danymi ZUS na koniec maja 2025 r. ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce objętych było ponad 1,2 mln cudzoziemców (wzrost o 6,9% r/r), z czego 810 tys. posiadało obywatelstwo ukraińskie, a 137 tys. – białoruskie.

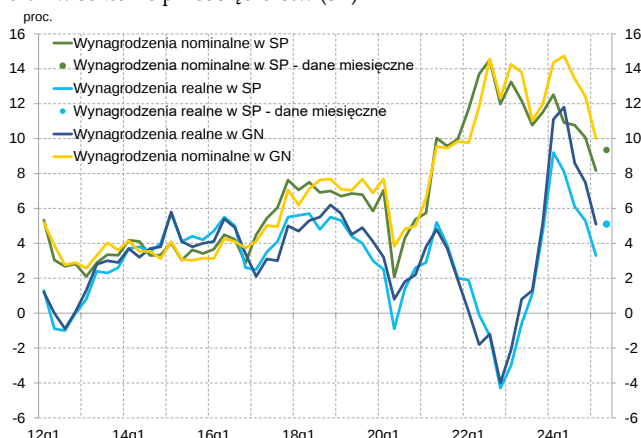
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów

W ostatnich miesiącach na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływały w szczególności nastroje na światowych rynkach finansowych oraz dostosowanie stóp procentowych NBP w maju 2025 r. (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*; Wykres 2.18).

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* rentowności polskich obligacji skarbowych – pomimo napływających informacji o wyższym od wcześniejszych planów poziomie wskaźników deficytu i długu sektora finansów publicznych w Polsce – obniżyły się w warunkach niższego poziomu stóp procentowych NBP i spadku rynkowych prognoz inflacji (por. rozdz. 2.3 *Sektor finansów publicznych* oraz rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*; Wykres 2.19). Jednocześnie złoty – podobnie jak wiele innych walut – umocnił się wobec dolara amerykańskiego (średni kurs złotego na początku czerwca br. był o około 7% silniejszy niż w lutym br.), natomiast względem euro się osłabił (średni kurs złotego na początku czerwca br. był o około 2% słabszy niż w lutym br.; Wykres 2.20).

Na rynku mieszkaniowym roczna dynamika średnich nominalnych cen transakcyjnych mieszkań w I kw. 2025 r. obniżyła się i wyniosła

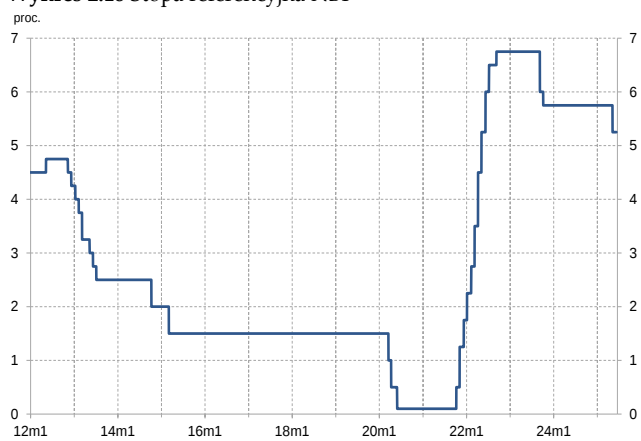
Wykres 2.17 Dynamika (r/r) przeciętnych wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

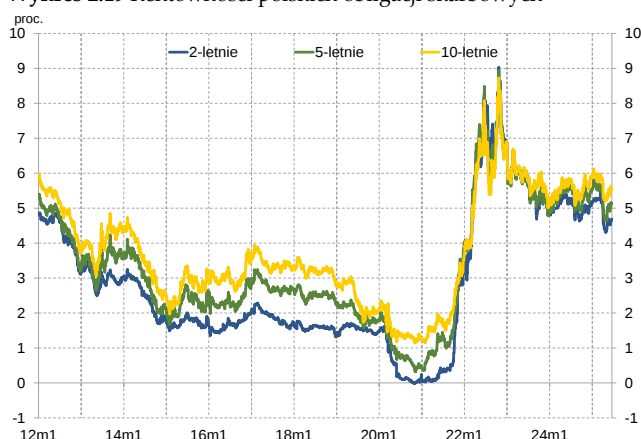
Wynagrodzenia w SP dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD. Wykres przedstawia dane kwartalne (linie) oraz dane miesięczne za kwiecień 2025 r. (kropki).

Wykres 2.18 Stopa referencyjna NBP



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.19 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

³⁰ Nieznaczny wzrost rocznej dynamiki wydajności pracy w I kw. br. wynikał z pogłębienia spadku liczby pracujących według BAEL. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływało pewne obniżenie się rocznej dynamiki PKB w porównaniu z IV kw. 2024 r.

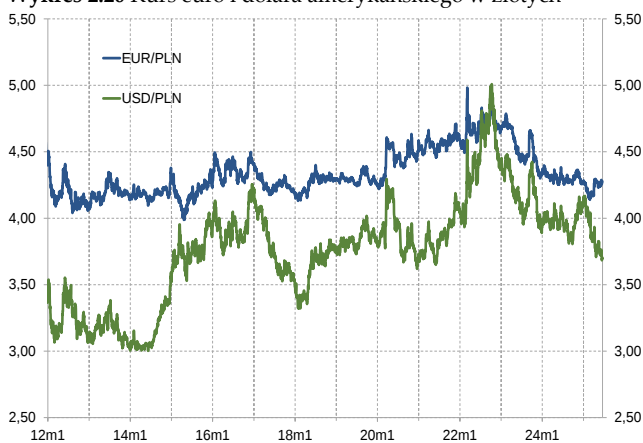
6,6% (wobec 13,2% w IV kw. 2024 r.³¹; Wykres 2.21)³². W kierunku wyższych niż rok wcześniej cen nieruchomości oddziaływał wzrost kosztów ich budowy, w tym cen ziemi i kosztów pracy. Z kolei ograniczająco na dynamikę cen mieszkań wpływało kształtowanie się popytu na niższym poziomie niż rok wcześniej, gdy udzielane były kredyty mieszkaniowe w ramach programu „Bezpieczny Kredyt” (por. rozdz. 2.7 *Pieniądz i kredyt*).

2.7 Pieniądz i kredyt³³

Dynamika agregatu M3 w I kw. 2025 r. wyniosła 9,9% r/r (wobec 8,7% r/r w IV kw. 2024 r.; Wykres 2.22)³⁴. Do wzrostu agregatu M3 przyczynił się głównie przyrost depozytów gospodarstw domowych, przy znacznie mniejszym wkładzie depozytów przedsiębiorstw oraz gotówki w obiegu³⁵.

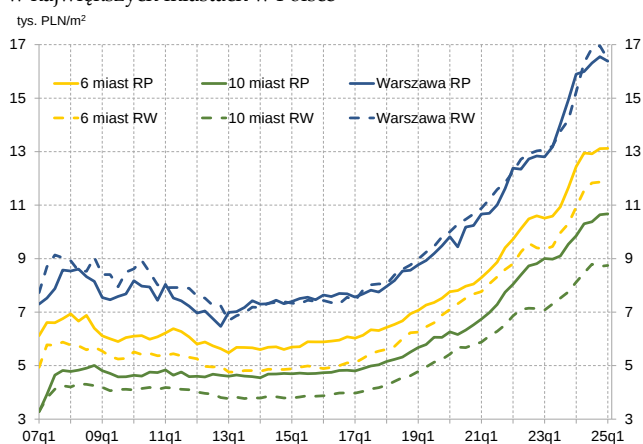
Tempo wzrostu zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych spowolniło do 3,6% r/r w I kw. 2025 r. (z 4,3% r/r w IV kw. 2024 r.; Wykres 2.23). Wynikało to głównie ze spadku dynamiki kredytów mieszkaniowych do 2,9% r/r w I kw. (z 4,5% r/r w IV kw. 2024 r.), do czego przyczynił się negatywny efekt bazy statystycznej związany z wypłatami kredytów w pierwszych miesiącach 2024 r. na podstawie wniosków złożonych w 2023 r. w ramach programu „Bezpieczny Kredyt”. Jednocześnie ograniczająco na dynamikę kredytów mieszkaniowych nadal wpływało zmniejszanie się stanu kredytów walutowych.

Wykres 2.20 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.21 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie ogółem. Agregat sześciu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, zaś dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

³¹ Dane NBP dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m²) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) na rynku pierwotnym i wtórnym ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu kwartalnym opisywana dynamika cen nominalnych wyniosła w I kw. 2025 r. -0,5% kw/kw (wobec 0,7% kw/kw w IV kw. 2024 r.). Dane dotyczące cen mieszkań nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do I kw. 2025 r. obejmują transakcje zawarte w okresie grudzień 2024 r. – luty 2025 r.

³² Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w cyklicznych publikacjach NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce*.

³³ W tekście rozdziału przytaczana dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako nominalna dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

³⁴ W kwietniu 2025 r. dynamika agregatu M3 wyniosła 10,7% r/r.

³⁵ W I kw. 2025 r. dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 10,7% r/r (wobec 10,7% r/r w IV kw. 2024 r.), depozytów przedsiębiorstw 5,4% r/r (wobec 2,2% r/r w IV kw. 2024 r.), a gotówki w obiegu 10,3% r/r (wobec 9,5% r/r w IV kw. 2024 r.). Z kolei w kwietniu 2025 r. dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 10,2% r/r, depozytów przedsiębiorstw 7,6% r/r, a gotówki w obiegu 10,5% r/r.

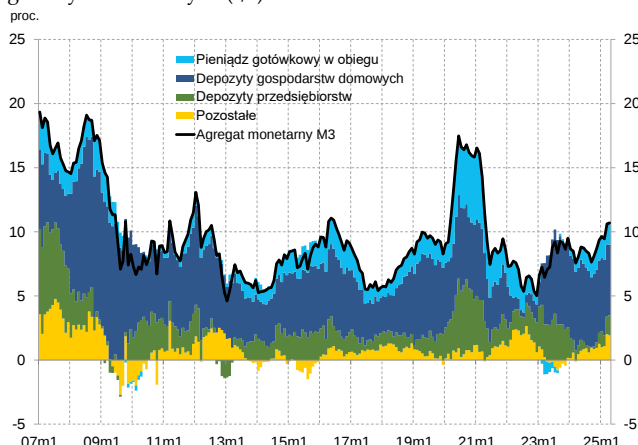
Dynamika zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych w I kw. 2025 r. wyniosła 7,2% r/r (wobec 7,1% r/r w IV kw. 2024 r.) w warunkach rosnącej konsumpcji gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*)³⁶.

Dynamika zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw przyspieszyła do 5,2% r/r w I kw. 2025 r. (z 4,9% r/r w IV kw. 2024 r.; Wykres 2.24). Wynikało to ze zwiększenia się dynamiki kredytów bieżących (do 5,1% r/r w I kw. 2025 r. wobec 4,6% r/r w IV kw. 2024 r.) przy stabilnym wzroście kredytów o charakterze inwestycyjnym (dynamika wyniosła 4,7% r/r zarówno w I kw. 2025 r., jak i w IV kw. 2024 r.)³⁷.

2.8 Bilans płatniczy³⁸

Saldo rachunku bieżącego oraz kształtowanie się pozostałych wskaźników nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki. W I kw. 2025 r. saldo rachunku bieżącego ponownie się obniżyło (wyniosło -0,4% PKB wobec 0,2% PKB w IV kw. ub.r.; Wykres 2.25)³⁹. Podobnie jak w poprzednich kwartałach obniżenie się salda wynikało przede wszystkim z pogłębienia się deficytu obrotów towarowych (saldo obrotów towarowych wyniosło -1,4% PKB w I kw. br. wobec -0,8% PKB w IV kw. 2024 r.). Przyczyniła się do tego niższa dynamika wartości eksportu niż importu w warunkach nadal osłabionego popytu zewnętrznego, w szczególności w związku z niską dynamiką aktywności gospodarczej w Niemczech, oraz rosnącego popytu krajowego (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* i rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Nieznacznie spadło również saldo usług (wyniosło 4,7% PKB w I kw. 2025 r., wobec

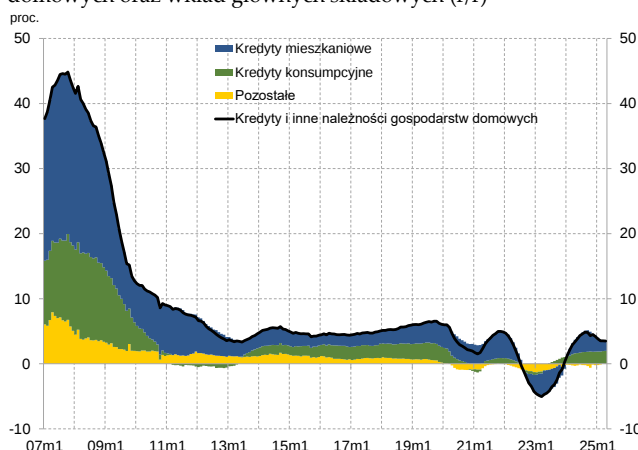
Wykres 2.22 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje depozyty niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji samorządowych, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu pomiędzy bankami a sektorem niebankowym oraz emitowane przez banki dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie).

Wykres 2.23 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych, kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych i rolników indywidualnych oraz inne należności.

³⁶ W kwietniu 2025 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła 3,5% r/r. Dynamika kredytów mieszkaniowych wyniosła 2,5% r/r, a kredytów konsumpcyjnych 7,5% r/r.

³⁷ W kwietniu 2025 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła 5,1% r/r. Dynamika kredytów o charakterze bieżącym wyniosła 4,5% r/r, a kredytów o charakterze inwestycyjnym 5,2% r/r.

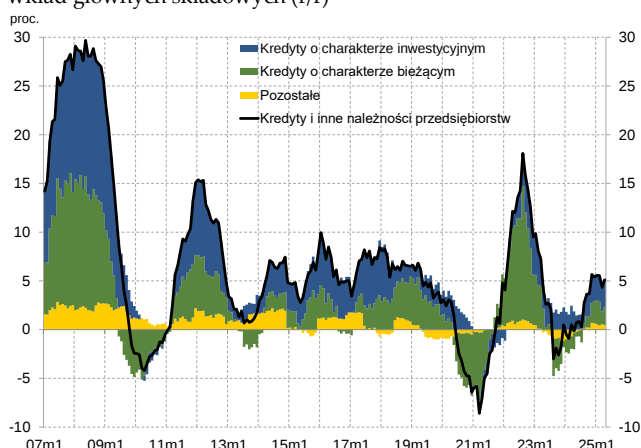
³⁸ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco. Dla I kw. 2025 r. prezentowane dane mają charakter szacunkowy i zostały opracowane na podstawie danych miesięcznych o bilansie płatniczym oraz wstępnego szacunku PKB w I kw. 2025 r. z 2 czerwca 2025 r.

³⁹ W kwietniu 2025 r. saldo rachunku bieżącego wyniosło -1,6 mld zł.

4,8% PKB w IV kw. ub.r.). Z kolei deficyt na rachunku dochodów pierwotnych – kształtowany głównie przez dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce – nie uległ zmianie względem poprzedniego okresu i utrzymał się na poziomie 3,4% PKB. Jednocześnie saldo rachunku finansowego w I kw. 2025 r. ponownie się obniżyło (wyniosło -0,9% PKB wobec -0,7% PKB w IV kw. 2024 r.)⁴⁰.

Na koniec IV kw. 2024 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB poprawiła się i osiągnęła najwyższy poziom przynajmniej od 2004 r. (wyniosła -29%; Tabela 2.3). Z kolei poziom zadłużenia zagranicznego brutto w relacji do PKB wzrósł do 52%, pozostając jednak wyraźnie poniżej wieloletniej średniej.

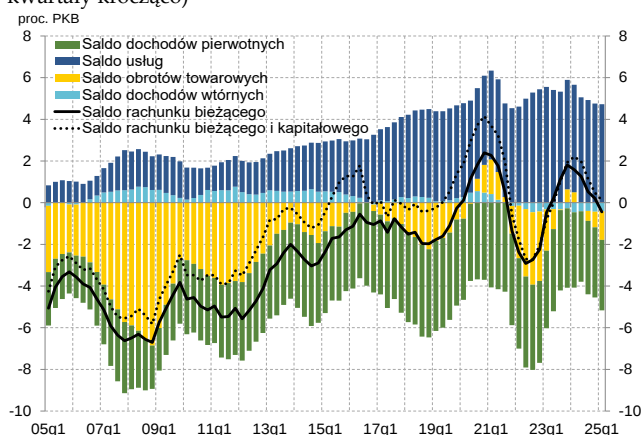
Wykres 2.24 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Kredyty o charakterze inwestycyjnym* obejmuje kredyty inwestycyjne oraz kredyty na nieruchomości. Do kategorii *Pozostałe* zaliczane są m.in. kredyty samochodowe, kredyty na zakup papierów wartościowych oraz inne należności.

Wykres 2.25 Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dane za I kw. 2025 r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za styczeń, luty i marzec 2025 r.

⁴⁰ W kwietniu 2025 r. saldo rachunku finansowego wyniosło -0,9 mld zł.

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej
(cztery kwartały krocząco, w proc., o ile nie zaznaczono inaczej)

	2023				2024				2025
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	-0,5	0,2	1,1	1,8	1,6	1,3	0,5	0,2	-0,4
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-0,8	0,0	1,0	1,9	2,2	2,0	1,1	0,5	0,1
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,6	4,4	5,3	5,9	5,7	5,1	4,4	4,0	3,4
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	4,6	4,7	5,1	5,1	5,6	5,8	5,7	6,2	6,2
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB	52	51	52	49	50	50	50	52	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-33	-33	-30	-32	-32	-31	-31	-29	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	131	130	123	127	125	128	131	131	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	119	121	120	126	128	132	137	140	-

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom aktywów rezerwowych na koniec prezentowanego okresu. Dane za I kw. 2025 r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za styczeń, luty i marzec 2025 r.

3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2025 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od marca do maja 2025 r., a także *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w czerwcu i lipcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 12 marca 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w IV kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro przyspieszyła, przy czym w Niemczech była nieznacznie ujemna. Zwracano uwagę, że według napływających informacji w ostatnim okresie wzrosło prawdopodobieństwo zwiększenia wydatków publicznych w Niemczech, które mogłoby pobudzić wzrost PKB w tej gospodarce, a przez to wspierałoby również eksport i wzrost PKB w Polsce. Z kolei w Stanach Zjednoczonych roczne tempo wzrostu aktywności gospodarczej w IV kw. 2024 r. było zbliżone do wieloletniej średniej.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych, głównie wskutek podwyższonej inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług. Wskazywano, że w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, takich jak Rumunia i Węgry, inflacja na początku 2025 r. kształtowała się w pobliżu 5%. Natomiast w Czechach inflacja kształtuje się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego.

Podkreślano, że perspektywy aktywności gospodarczej i inflacji na świecie obciążone są niepewnością. W kontekście niepewności

dotyczącej zmian polityki handlowej zaznaczano, że podwyżki cel na towary mogą oddziaływać w kierunku wyższej inflacji na świecie. Wskazywano również na podwyższoną niepewność geopolityczną, w tym związaną z agresją zbrojną Rosji na Ukrainę.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna w styczniu br. utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Z kolei EBC w marcu br. obniżył stopy procentowe. Podkreślano, że spośród krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w Rumunii i na Węgrzech stopy procentowe od pół roku są utrzymywane bez zmian i pozostają istotnie wyższe niż w Polsce. Natomiast w Czechach ostatnio obniżono stopy procentowe. Zwracano uwagę, że w Polsce stopa procentowa banku centralnego po uwzględnieniu inflacji należy do najniższych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej i jest niższa niż w takich rozwiniętych gospodarkach jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, czy Kanada.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce wskazywano, że według wstępnego szacunku GUS, w IV kw. 2024 r. wzrost PKB przyspieszył do 3,2% (wobec 2,7% r/r w III kw.). Zaznaczano, że dynamika PKB w IV kw. 2024 r. była wyższa niż wynikało to z projekcji NBP z listopada 2024 r. Wyraźnie przyspieszyła konsumpcja (z 0,3% r/r do 3,5% r/r), wzrosła też

dynamika inwestycji (z 0,1% r/r do 1,3% r/r). W związku z tym popyt krajowy wzrósł o 4,8% r/r.

Zwracano uwagę, że dane za styczeń br. sygnalizują kontynuację ożywienia popytu. Sprzedaż detaliczna wzrosła realnie o 4,8% r/r, przy czym dynamika sprzedaży dóbr trwałego użytku była najwyższa od niemal trzech lat. Wskazywano, że w styczniu wzrosła też produkcja budowlano-montażowa, co sugeruje dalsze ożywienie inwestycji. Z kolei roczna dynamika produkcji przemysłowej była w styczniu ujemna, jednak w lutym indeks PMI po raz pierwszy od niemal trzech lat przekroczył 50 punktów.

Omawiając perspektywy aktywności gospodarczej, zaznaczano, że w 2025 r. ożywienie gospodarcze powinno być kontynuowane przy wyraźnym wzroście popytu krajowego. Według marcowej projekcji NBP, w bieżącym roku wzrost PKB ma przyspieszyć do 3,7%, a więc silniej niż wynikało z poprzedniej projekcji. Wzrost inwestycji zasilany napływem funduszy unijnych ma przekroczyć 8%. Prognozowany jest też dalszy solidny wzrost konsumpcji. W rezultacie popyt krajowy ma wzrosnąć o 5,5%, czyli zdecydowanie silniej od wieloletniej średniej. Część członków Rady podkreślała, że według dostępnych prognoz w bieżącym roku wzrost gospodarczy w Polsce powinien być jednym z najwyższych w Unii Europejskiej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że wzrost PKB, w tym inwestycji, w bieżącym roku może okazać się – mimo przyspieszenia względem 2024 r. – nieco niższy niż w projekcji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, podkreślano, że bezrobocie jest nadal bardzo niskie, a wynagrodzenia nadal szybko rosną. Zaznaczano, że w 2024 r. wzrost wynagrodzeń w gospodarce narodowej, zarówno w ujęciu nominalnym (13,6%), jak i realnym (9,5%), był najwyższy od ponad dwóch dekad. W IV kw. 2024 r. roczna dynamika nominalnych płac w gospodarce była wciąż wysoka (wyniosła 12,4%), co wskazuje na utrzymywanie się wysokiej presji

płacowej w gospodarce. Jednocześnie wskazywano, że dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń 2025 r. sugerują spowolnienie dynamiki wynagrodzeń, częściowo wskutek efektów bazy związanych z silnym wzrostem płac rok wcześniej. W efekcie część członków Rady oceniała, że presja płacowa stopniowo słabnie.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym, wskazywano, że roczna dynamika zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych jest dodatnia we wszystkich głównych segmentach rynku kredytowego, tj. kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, a także bieżących i inwestycyjnych kredytów dla przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na pewne spowolnienie przyrostu kredytów mieszkaniowych oraz na nieco wyższą dynamikę kredytów bieżących niż inwestycyjnych w ostatnim okresie. Zaznaczano jednocześnie, że agregat M3 w Polsce – w odróżnieniu od wielu innych gospodarek europejskich – rośnie szybciej niż przed pandemią.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że w ciągu ostatnich kwartałów wskaźnik CPI silnie wzrósł i około dwukrotnie przekracza cel inflacyjny NBP, a jeszcze w II kwartale 2024 r. wynosił 2,5%. Podkreślano, że choć silny wzrost inflacji jest w dużej mierze efektem czynników regulacyjno-podatkowych, to jednocześnie podwyższona jest także inflacja bazowa. W szczególności roczna dynamika cen usług – w warunkach wysokiej dynamiki wynagrodzeń – utrzymuje się na poziomie przekraczającym 6%. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że znaczny wpływ czynników regulacyjno-podatkowych na bieżący wskaźnik inflacji CPI może utrudniać ocenę presji inflacyjnej w gospodarce.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z marcową projekcją w najbliższych kwartałach inflacja

będzie nadal wysoka. W I połowie 2025 r. pozostanie w pobliżu 5%. W III kw. inflacja powinna się obniżyć, głównie ze względu na efekty bazy związane z podwyżkami cen energii i stawki podatku VAT na podstawowe produkty spożywcze w 2024 r. W przeciwnym kierunku na wskaźnik CPI będzie natomiast działało planowane przywrócenie od lipca 2025 r. tzw. opłaty mocy, oddziałującej w kierunku wyższych cen prądu. Podkreślano, że przy obecnym stanie prawnym mechanizm ceny maksymalnej na energię elektryczną wygaśnie z końcem III kw., co przy obowiązujących taryfach przełoży się na ponowny wzrost inflacji CPI w IV kw. 2025 r. W rezultacie pod koniec 2025 r. inflacja według projekcji może być podobna jak na koniec 2024 r.

Oceniano, że inflacja bazowa w najbliższych kwartałach prawdopodobnie pozostanie podwyższona, do czego przyczyniać się będzie wysoka dynamika płac, przyspieszający wzrost gospodarczy i luźna polityka fiskalna. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że w kierunku niższej dynamiki cen w gospodarce w średnim okresie będzie oddziaływać oczekiwane spowolnienie wzrostu wynagrodzeń, ograniczenie presji popytowej oraz niska dynamika cen importu.

Zaznaczano, że zgodnie z marcową projekcją, średnioroczna inflacja w 2025 r. będzie istotnie wyższa niż w 2024 r. Według centralnego scenariusza projekcji – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – dynamika CPI ma pozostać powyżej 2,5% nie tylko w 2025 r., ale również przez większość 2026 r., natomiast w 2027 r. średnioroczna inflacja ma wynieść 2,5%.

Członkowie Rady wskazywali przy tym na wiele czynników niepewności dotyczących kształtowania się inflacji w średnim okresie. Zwracano w tym kontekście uwagę na niepewność co do przyszłych działań regulacyjnych w zakresie cen energii.

Wskazywano również na wysoką niepewność na świecie, w tym dotyczącą sytuacji geopolitycznej i polityki handlowej, a także kształtowania się cen surowców. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec utrzymujących się czynników ryzyka oraz strukturalnych zmian w gospodarce niepewność dotycząca trwałego powrotu inflacji do celu NBP w średnim okresie jest podwyższona.

W czasie dyskusji zwracano również uwagę, że istotnym czynnikiem niepewności dla kształtowania się inflacji w średnim okresie jest polityka klimatyczna Unii Europejskiej. Wskazywano, że według aktualnych planów, w 2027 r. na emisję dwutlenku węgla związaną z ogrzewaniem budynków oraz transportem drogowym ma zostać nałożona opłata, w ramach tak zwanego systemu ETS2. Szacowano, że gdyby koszt emisji w ramach tego systemu osiągnął maksymalny pułap, to inflacja mogłaby być wyższa nawet o 2 punkty procentowe w porównaniu do centralnego scenariusza marcowej projekcji na 2027 r.

W trakcie posiedzenia zaznaczano, że ograniczeniu inflacji nie sprzyja polityka fiskalna. Zwracano uwagę, że deficyt budżetowy w 2024 r. w relacji do PKB był najwyższy od początku lat 90. Według prognoz Komisji Europejskiej w 2025 r. deficyt polskiego sektora finansów publicznych w relacji do PKB ma być jednym z najwyższych w Unii Europejskiej. Zaznaczano, że mimo to nie zostały przedstawione konkretne działania w kierunku ograniczenia deficytu, a w ostatnim okresie pojawiały się sygnały możliwego obniżenia części podatków.

Większość członków Rady oceniła, że w bieżącym roku inflacja będzie wyraźnie wyższa od celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych, a także dalsze odmrożenie cen energii w II połowie 2025 r. W najbliższych kwartałach podwyższona pozostanie prawdopodobnie także inflacja bazowa, w warunkach dalszego ożywienia

gospodarczego, przy wyraźnym wzroście popytu krajowego. W średnim okresie – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP oraz w warunkach oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki płac – inflacja powinna powrócić do celu NBP. Czynnikiem niepewności pozostaje wpływ podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza w warunkach rosnącego popytu i niskiego bezrobocia. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Pojawiła się opinia, że – wobec podwyższonej inflacji, w tym inflacji bazowej, a także wysokiej dynamiki wynagrodzeń i obecnego kształtowania się oczekiwań inflacyjnych – obecny poziom stóp procentowych NBP, jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 5,75%; stopa lombardowa 6,25%; stopa depozytowa 5,25%; stopa redyskontowa weksli 5,80%; stopa dyskontowa weksli 5,85%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 kwietnia 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w I kw. 2025 r. w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB mógł nieco spowolnić. Jednocześnie w strefie euro utrzymuje się stopniowe ożywienie, przy czym dynamika aktywności gospodarczej jest tam niższa niż w

Stanach Zjednoczonych. Zwracano w szczególności uwagę, że sygnały poprawy koniunktury były widoczne w Niemczech, choć wyraźniejsze przyspieszenie aktywności w tej gospodarce ma nastąpić dopiero w 2026 r. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że utrzymuje się bardzo znacząca niepewność co do kształtowania się wzrostu gospodarczego w kolejnych latach w otoczeniu polskiej gospodarki. Z jednej strony, zaostrzenie polityki handlowej przez Stany Zjednoczone może negatywnie oddziaływać na aktywność w strefie euro, w tym w Niemczech. Z drugiej strony, zapowiedziane poluzowanie polityki fiskalnej w Niemczech może być czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy u głównego partnera handlowego Polski oraz w całej Europie.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja na świecie stopniowo się obniża, a w części gospodarek – w tym w strefie euro – jest już zbliżona do poziomów celów inflacyjnych banków centralnych, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych inflacja utrzymuje się nieco powyżej celu banku centralnego. Natomiast spośród gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej, na Węgrzech i w Rumunii inflacja wyraźnie przekracza cele inflacyjne banków centralnych, a w Czechach inflacja kształtuje się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego. W tych uwarunkowaniach Europejski Bank Centralny w marcu obniżył stopy procentowe, a Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych nie zmieniła stóp procentowych. Z kolei w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, banki centralne utrzymują stopy procentowe na niezmiennym poziomie, po wcześniejszych obniżkach.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce wskazywano, że dane za pierwsze miesiące 2025 r. sygnalizują, iż wzrost PKB w I kw. br. będzie prawdopodobnie niższy od prognozowanego w projekcji marcowej i zbliżony do obserwowanego w IV kw. ub.r. Zaznaczano, że – po silnym wzroście w styczniu – w lutym br.

odnotowano spadek sprzedaży detalicznej w ujęciu rocznym. Z kolei roczna dynamika produkcji w przemyśle po raz kolejny była ujemna, a produkcja budowlano-montażowa ogółem nie zmieniła się względem lutego ub.r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na pogorszenie się sytuacji finansowej firm, choć wskazywali, że mimo to kondycja finansowa przedsiębiorstw jest dobra. Jednocześnie członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach oczekiwana jest kontynuacja ożywienia gospodarczego, przy czym jego tempo będzie w dużym stopniu zależało od skuteczności wykorzystania środków z Unii Europejskiej oraz od kształtowania się koniunktury w strefie euro, w tym zwłaszcza w Niemczech. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wyrażali obawy co do możliwości pełnego wykorzystania funduszy unijnych oraz co do siły ożywienia koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę, że bezrobocie utrzymuje się od dłuższego czasu na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na niewielki spadek zatrudnienia, któremu towarzyszy dalsze obniżanie się dynamiki wynagrodzeń. Członkowie Rady wskazywali, że w lutym dynamika płac w przedsiębiorstwach w ujęciu rocznym obniżyła się do 7,9%, co sygnalizuje hamowanie wzrostu wynagrodzeń, choć dynamika ta jest wciąż wysoka. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że ze względu na coroczną zmianę próby przez GUS, ocena sytuacji w sektorze przedsiębiorstw będzie możliwa dopiero po zapoznaniu się z danymi za kolejne miesiące. Jednocześnie podkreślali oni, że deklarowana w badaniach ankietowych przez firmy skłonność do podnoszenia płac wzrosła w ostatnim okresie. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że maleje odsetek firm zgłaszających presję płacową.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym niektórzy członkowie Rady argumentowali, że

średnia miesięczna wartość nowo udzielonych kredytów dla gospodarstw domowych skorygowana o zmianę poziomu cen konsumpcyjnych (zarówno w segmencie kredytów mieszkaniowych, jak i konsumpcyjnych) była w 2024 r. wyższa niż w latach przed pandemią, a dla firm jedynie nieznacznie niższa. Natomiast niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż ograniczoną skalę wzrostu zadłużenia sektora prywatnego. W szczególności zaznaczali oni, że obniża się w ujęciu miesięcznym przyrost mieszkaniowych kredytów złotych, brak jest widocznego ożywienia kredytów konsumpcyjnych, a zadłużenie bankowe przedsiębiorstw pozostaje pod wpływem znacznej niepewności firm co do perspektyw kształtowania się koniunktury.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że po uwzględnieniu przez GUS zrewidowanych wag w koszyku konsumpcyjnym wykorzystywanym do obliczania wskaźnika CPI, inflacja w styczniu, lutym i – według szybkiego szacunku GUS – w marcu br. wyniosła 4,9%. Oznacza to, że w I kw. 2025 r. wskaźnik CPI blisko dwukrotnie przekraczał cel inflacyjny NBP, ale jednocześnie był wyraźnie niższy niż prognozowano w marcowej projekcji. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że nastąpiło wyraźne obniżenie inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności, która prawdopodobnie spadła w pobliże 3,5% wobec 4,1% w IV kw. 2024 r. Zdaniem członków Rady, choć inflacja bazowa jest nadal podwyższona – co wynika zwłaszcza z wciąż szybko rosnących cen usług – to w ostatnich miesiącach obniżyła się szybciej od oczekiwań.

Dyskutując o perspektywach inflacji, część członków Rady podkreślała, że niższe od oczekiwań dane o inflacji wraz ze spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych sugerują, że inflacja w całym 2025 r. może kształtować się poniżej ścieżki z projekcji marcowej. Wskazywano, że według najnowszych

dostępnych prognoz inflacja może obniżyć się do 4,5% w II kw. br. i do 3,5% w III kw., a w IV kw. – zgodnie z obowiązującym stanem prawnym oraz uwzględniając obecny poziom taryf na energię elektryczną – może wzrosnąć do 4,2%. Członkowie Rady zaznaczali, że na koniec 2025 r. – według aktualnych prognoz – inflacja ma być niższa niż wcześniej oczekiwano i niższa niż w I kw. br., a więc możliwe, że już osiągnęła szczyt. W opinii niektórych członków Rady niższej inflacji powinna sprzyjać wciąż ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, a także wcześniejsze umocnienie kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że rewizja koszyka inflacyjnego nie zmienia perspektyw procesów inflacyjnych na kolejne lata.

Członkowie Rady wskazywali na wiele czynników niepewności dotyczących kształtowania się inflacji w Polsce w średnim okresie. Zwracano m.in. uwagę na niepewność co do przyszłych działań regulacyjnych w zakresie cen energii. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że choć nie podjęto jeszcze decyzji dotyczących taryf na sprzedaż energii elektrycznej, które mają zostać ustalone na II połowę 2025 r., to pojawiają się sygnały wskazujące, że mogą one okazać się zbliżone do obowiązującej obecnie ceny maksymalnej. Podkreślano również wysoką niepewność co do poziomu inflacji na świecie oraz stanu koniunktury za granicą, w tym w związku z sytuacją geopolityczną i zmianami w polityce handlowej, a także kształtowaniem się cen surowców.

W trakcie posiedzenia zaznaczano, że ważnym uwarunkowaniem procesów inflacyjnych jest polityka fiskalna, która obecnie nie sprzyja ograniczaniu inflacji w Polsce. Zwracano uwagę, że – według wstępnej informacji GUS – deficyt sektora finansów publicznych w 2024 r. w relacji do PKB wyniósł 6,6%. Podkreślano, że poziom deficytu w relacji do PKB w 2024 r. był wyższy niż

oczekiwano i należał do najwyższych w ostatnich dekadach.

Część członków Rady zaznaczała, że może to oznaczać, iż również w 2025 r. deficyt okaże się wyższy niż zapowiadano, przy czym według jesiennych prognoz Komisji Europejskiej deficyt polskiego sektora finansów publicznych w relacji do PKB w 2025 r. miał być jednym z najwyższych w Unii Europejskiej. Podkreślano, że dotychczas nie zostały przedstawione konkretne działania nakierowane na ograniczenie deficytu, natomiast pojawiały się sygnały możliwego obniżenia części podatków. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że przestrzeń do prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej może być ograniczona, a deficyt sektora finansów publicznych w kolejnych latach powinien być niższy niż w 2024 r. Jednocześnie zwracano uwagę, że następuje wyraźna zmiana nastawienia wobec dyscypliny fiskalnej w Europie, co może zmniejszyć bodźce do zacieśnienia fiskalnego także w Polsce.

Większość członków Rady oceniła, że w najbliższych miesiącach inflacja utrzyma się powyżej celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, a także wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych. Podwyższona pozostanie prawdopodobnie także inflacja bazowa. W II połowie 2025 r. – zgodnie z obowiązującym stanem prawnym oraz uwzględniając obecny poziom taryf na energię elektryczną – nastąpi dalszy wzrost regulowanych cen energii. Jednocześnie napływające informacje, w tym niższe od oczekiwań dane GUS o inflacji w pierwszych miesiącach br., sygnalizują, że inflacja w kolejnych kwartałach może być niższa niż wcześniej oczekiwano. Czynnikiem niepewności pozostaje wpływ podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza w warunkach rosnącego popytu i niskiego bezrobocia. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały wpływ dalsze

działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej. Źródłem niepewności jest również kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

W ocenie większości członków Rady, jeżeli napływające informacje będą potwierdzać poprawę perspektyw powrotu inflacji do celu inflacyjnego, wówczas może pojawić się przestrzeń do obniżenia stóp procentowych.

Pojawiła się opinia, że – wobec podwyższonej inflacji, w tym inflacji bazowej, a także wysokiej dynamiki wynagrodzeń i obecnego kształtowania się oczekiwań inflacyjnych – obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 5,75%; stopa lombardowa 6,25%; stopa depozytowa 5,25%; stopa redyskontowa weksli 5,80%; stopa dyskontowa weksli 5,85%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 maja 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że według wstępnego szacunku Eurostat wzrost PKB strefy euro w I kw. 2025 r. – podobnie jak w IV kw. 2024 r. – wyniósł 1,2% w ujęciu rocznym, natomiast w Niemczech PKB ponownie nieznacznie się obniżył. Z kolei w Stanach Zjednoczonych aktywność gospodarcza w I kw. br. obniżyła się – w związku przede

wszystkim z silnym ujemnym wkładem eksportu netto do dynamiki PKB, przy wciąż rosnącej konsumpcji i inwestycjach – co przełożyło się na spadek rocznej dynamiki PKB do 2,0%. Członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim czasie Międzynarodowy Fundusz Walutowy zrewidował w dół prognozy wzrostu gospodarczego dla największych gospodarek. W szczególności bieżące prognozy dla Niemiec wskazują na kontynuację stagnacji w 2025 r. i wyraźniejsze ożywienie koniunktury dopiero w 2026 r., wspierane zapowiedzianą ekspansją fiskalną. Podkreślano przy tym, że w ostatnich latach prognozy wzrostu w Niemczech były wielokrotnie obniżane, oraz że gospodarka ta jest podatna na zmiany w polityce handlowej na świecie. Członkowie Rady wskazywali, że osłabienie perspektyw wzrostu na świecie przełożyło się na wyraźne obniżenie cen ropy naftowej.

Członkowie Rady podkreślali, że zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych inflacja kształtuje się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych, przy czym inflacja bazowa pozostaje w tych gospodarkach wyższa od inflacji ogółem. Zwracano uwagę, że w kwietniu Europejski Bank Centralny obniżył stopy procentowe, a Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych od grudnia 2024 r. nie zmienia stóp procentowych.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce wskazywano, że napływające w ostatnim czasie dane były kolejny raz słabsze od oczekiwań, przy czym w części wynikało to z czynników sezonowych i kalendarzowych. Sprzedaż detaliczna w marcu br. obniżyła się w ujęciu rocznym, a w całym I kw. 2025 r. jej dynamika była istotnie niższa niż w IV kw. ub.r. Także produkcja budowlano-montażowa w marcu 2025 r. spadła w ujęciu rocznym. Z kolei roczna dynamika produkcji przemysłowej była dodatnia, ale niższa od oczekiwań rynkowych. Ponadto produkcja przemysłowa w I kw. br. kształtowała się na

poziomie zbliżonym do notowanego na przełomie lat 2021-2022. Członkowie Rady oceniali, że łącznie dane miesięczne za I kw. 2025 r. sygnalizują, iż dynamika PKB w tym okresie była prawdopodobnie niższa od oczekiwań z marcowej projekcji i nieco niższa niż w IV kw. 2024 r.

Omawiając perspektywy koniunktury członkowie Rady wskazywali, że tempo wzrostu w tym roku będzie zależało w dużej mierze od stopnia wykorzystania środków z UE, wpływających na dynamikę inwestycji. Niektórzy członkowie Rady wyrażali w tym kontekście opinię, że impuls inwestycyjny związany z napływem funduszy UE będzie słabszy niż wcześniej oceniano. Zaznaczano, że wobec relatywnie dobrej sytuacji na rynku pracy, perspektywy dla konsumpcji są nadal korzystne. Podkreślano, że istotnym czynnikiem niepewności pozostaje dynamika aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym zwłaszcza w Niemczech, która ma istotny wpływ na polski sektor przemysłowy i eksport. Członkowie Rady zaznaczali, że o ile przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2025 r. może być nieco słabsze niż wcześniej oceniano, to wciąż można oczekiwać wyższej dynamiki PKB w 2025 r. niż w 2024 r.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zwracano uwagę, że utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal stopniowo się obniża, co powinno łagodzić presję płacową. Wskazywano, że w marcu 2025 r. dynamika wynagrodzeń w tej części gospodarki po raz kolejny się obniżyła. Podkreślano w szczególności, że stopniowo słabnie dynamika płac w przedsiębiorstwach usługowych, co wspiera ograniczenie presji cenowej w usługach rynkowych, a przez to sprzyja dezinflacji. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że dynamika płac wciąż jest relatywnie wysoka.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym wskazywano, że w marcu br. roczna dynamika

stanu kredytów dla przedsiębiorstw nieco spowolniła. Zwracano jednocześnie uwagę na przyspieszenie miesięcznego przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych.

Podczas dyskusji na temat inflacji zaznaczano, że w kwietniu 2025 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych istotnie spowolniła. Do spadku inflacji w największym stopniu przyczynił się spadek rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (wynikający z wygaśnięcia efektu podniesienia podatku VAT na żywność w kwietniu ub.r.) oraz spadek rocznej dynamiki cen paliw (wynikający z obniżenia się cen ropy naftowej na rynkach światowych i deprecjacji dolara amerykańskiego). Uwzględniając dane GUS można szacować, że w kwietniu br. obniżyła się również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć dynamika cen usług prawdopodobnie pozostała podwyższona.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z najnowszymi prognozami inflacja CPI w 2025 r. może być istotnie niższa niż wskazywała projekcja marcowa. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zgodnie z aktualnymi prognozami w III kw. 2025 r. inflacja CPI znajdzie się w przedziale odchylenia od celu inflacyjnego. Wskazywano, że także prognozy analityków rynkowych na 2025 r. obniżyły się, a część członków Rady zaznaczała, że badania koniunktury sygnalizują niższe tempo wzrostu cen własnych producentów. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że ich zdaniem oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostają podwyższone.

Jednocześnie podkreślano, że utrzymuje się niepewność co do poziomu cen energii w II połowie 2025 r. Wskazywano, że zgodnie z obowiązującymi regulacjami w nadchodzących kwartałach wsparcie dla odbiorców energii elektrycznej wygaśnie, co przy niezmiennym poziomie taryf oznaczałoby wzrost inflacji. Większość członków Rady zwracała jednak uwagę, że przedstawiciele rządu sygnalizują

możliwość utrzymania administrowanych cen energii elektrycznej na niezmiennym poziomie, czemu mają sprzyjać notowania cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że wciąż nie przedstawiono formalnych decyzji w tej sprawie, co utrudnia ocenę wpływu cen energii na procesy inflacyjne w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem proinflacyjnym pozostaje luźna polityka fiskalna. Podkreślano, że deficyt sektora finansów publicznych w 2024 r. był wyższy od wcześniejszych prognoz i okazał się być jednym z najwyższych wśród krajów Unii Europejskiej. Zwracano uwagę, że według prognoz rządowych w 2025 r. nie dojdzie w tym zakresie do wyraźnej poprawy, gdyż deficyt, w tym strukturalny, ma pozostać wysoki. Niektórzy członkowie Rady wyrażali nadzieję, że w 2026 r. dojdzie do konsolidacji fiskalnej. Członkowie Rady wskazywali jednak, że rząd dotychczas nie przedstawił żadnych działań zmierzających w tym kierunku, a jednocześnie złożył wniosek o skorzystanie z tzw. klauzuli wyjścia w ramach unijnych reguł fiskalnych, co może sugerować – zdaniem części członków Rady – brak zamiaru istotnego obniżenia deficytu w 2026 r.

Wśród czynników, które mogą utrudniać dalszy spadek inflacji, członkowie Rady wskazywali także na prognozowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego w bieżącym roku. Ważny będzie w szczególności dalszy rozwój sytuacji na rynku pracy, w tym kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń. Wskazywano ponadto, że istotnym czynnikiem niepewności jest dalszy rozwój sytuacji geopolitycznej, w tym przebieg rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Członkowie Rady zaznaczali, że w tych uwarunkowaniach konieczne jest nadal prowadzenie polityki pieniężnej nakierowanej na trwałe obniżenie inflacji do celu NBP.

Większość członków Rady oceniła, że biorąc pod uwagę napływające informacje, w tym niższą

bieżącą i prognozowaną inflację, obniżenie się dynamiki płac oraz słabsze dane o koniunkturze, uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikiem niepewności pozostaje kształtowanie się presji popytowej i sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach, poziom administrowanych cen nośników energii oraz dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej. Źródłem niepewności jest również kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek.

Pojawiła się opinia, że – wobec podwyższonej inflacji, w tym inflacji bazowej, a także wysokiej dynamiki wynagrodzeń i obecnego kształtowania się oczekiwań inflacyjnych – obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,5 punktu procentowego, tj. do poziomu 5,25%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,75%; stopa depozytowa 4,75%; stopa redyskontowa weksli 5,30%; stopa dyskontowa weksli 5,35%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 czerwca 2025 r.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 5,25%; stopa lombardowa 5,75%; stopa depozytowa 4,75%; stopa redyskontowa weksli 5,30%; stopa dyskontowa weksli 5,35%.

W strefie euro roczna dynamika PKB w I kw. 2025 r. – podobnie jak w IV kw. 2024 r. – wyniosła 1,2%. Natomiast w Stanach Zjednoczonych aktywność gospodarcza w I kw. br. obniżyła się, co przełożyło się na spadek rocznej dynamiki PKB do 2,1%. W

obu gospodarkach inflacja kształtuje się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obarczone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.

W Polsce według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB wyniosła 3,2% w I kw. 2025 r. (wobec 3,4% w IV kw. 2024 r.). Dodatkowo na roczną dynamikę PKB oddziaływał wzrost popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji. W kwietniu br. roczne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej były dodatnie, natomiast produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w ujęciu rocznym. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu 2025 r. było niższe niż rok wcześniej. Roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w I kw. 2025 r. obniżyła się, a w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu 2025 r. wzrosła.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w maju 2025 r. wyniósł 4,1% (wobec 4,3% w kwietniu br.). W kierunku niższej inflacji oddziaływało głównie pogłębienie się spadku cen paliw w związku z niższymi cenami ropy naftowej na rynku światowym. Uwzględniając dane GUS można szacować, że w maju br. nieznacznie obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, przy wciąż podwyższonej dynamice cen usług. Wcześniejszy wzrost administrowanych cen nośników energii, a także nadal podwyższona roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych przekładają się na wciąż podwyższony poziom inflacji CPI.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących

perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikiem niepewności pozostaje kształtowanie się presji popytowej i sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach, poziom administrowanych cen nośników energii oraz kształt polityki fiskalnej. Źródłem niepewności jest również kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek.

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla trwałego powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 1-2 lipca 2025 r.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 5,00%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,50%; stopa depozytowa 4,50%; stopa redyskontowa weksli 5,05%; stopa dyskontowa weksli 5,10%.

W strefie euro roczna dynamika PKB w I kw. 2025 r. wyniosła 1,5%, tj. była bliska wieloletniej średniej. Natomiast w Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB obniżyła się poniżej wieloletniej średniej i w I kw. 2025 r. wyniosła 2,0%. W świetle napływających danych, w II kw. br. roczna dynamika aktywności w obu gospodarkach była prawdopodobnie zbliżona do odnotowanej w I kw. Jednocześnie inflacja kształtuje się tam na poziomach zgodnych z celami inflacyjnymi banków centralnych. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obarczone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.

W Polsce, w maju 2025 r. roczne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej były dodatnie, natomiast produkcja budowlano-montażowa po raz kolejny obniżyła się w ujęciu

rocznym. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w maju 2025 r. było niższe niż rok wcześniej. Roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w I kw. 2025 r. obniżyła się. Także dane z sektora przedsiębiorstw za maj wskazują na spowolnienie wzrostu wynagrodzeń.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w czerwcu 2025 r. wyniósł 4,1% (wobec 4,0% w maju br.). Uwzględniając dane GUS można szacować, że w czerwcu br. również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii była zbliżona do notowanej w maju, przy wciąż podwyższonej dynamice cen usług. Wcześniejszy wzrost administrowanych cen nośników energii, a także nadal podwyższona roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych przekładają się na wciąż podwyższony poziom inflacji CPI.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 9 czerwca 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,5 – 4,4% w 2025 r. (wobec 4,1 – 5,7% w projekcji z marca br.), 1,7 – 4,5% w 2026 r. (wobec 2,0 – 4,8%) oraz 0,9 – 3,8% w 2027 r. (wobec 1,1 – 3,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 4,3% w 2025 r. (wobec 2,9 – 4,6% w projekcji z marca br.), 2,1 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,0%) oraz 1,3 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,1 – 3,5%).

Zgodnie z dostępnymi prognozami inflacja CPI w najbliższych miesiącach obniży się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Biorąc to pod uwagę, w ocenie Rady uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikiem niepewności pozostaje kształt polityki fiskalnej, zmiany presji popytowej i sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach oraz poziom administrowanych cen nośników energii. Źródłem niepewności jest również kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek.

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla trwałego powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych (DABE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projekcji DABE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2025 r. do IV kw. 2027 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2025 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, w tym stopie referencyjnej równej 5,25%, z uwzględnieniem danych dostępnych do 9 czerwca 2025 r. (cut-off date).

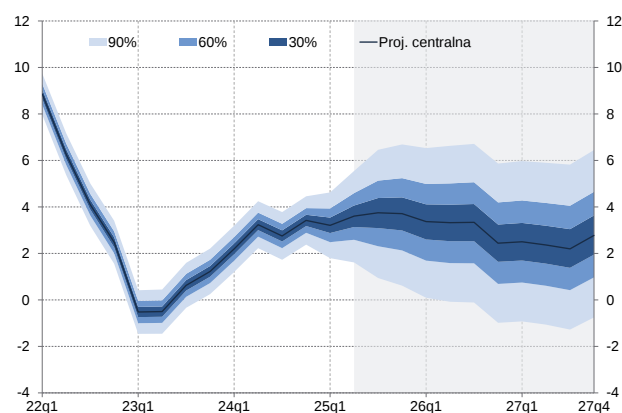
4.1 Synteza

Po wzroście o blisko 3% w 2024 r., dynamika krajowego PKB przyspieszy w bieżącym roku do 3,6%. Przyczyni się do tego wysoki napływ funduszy unijnych w ramach środków z perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy, podnoszących w największym stopniu ścieżkę inwestycji. Tylko w niewielkim zakresie wzrost PKB w Polsce w latach 2025-2027 będzie wspierany przez popyt zagraniczny przy oczekiwanym jedynie ograniczonym ożywieniu w strefie euro, wobec przedłużającej się stagnacji w gospodarce niemieckiej. Po wyraźniejszym ożywieniu krajowej aktywności ekonomicznej w 2025 r., w latach 2026-2027 dynamika PKB obniży się. Do osłabienia tempa wzrostu PKB w 2027 r. w istotnym stopniu przyczyni się założone zakończenie wydatkowania środków w ramach KPO.

Inflacja CPI po osiągnięciu swojego najwyższego poziomu w I kw. 2025 r. (4,9% r/r), w III kw. powróci do przedziału odchylenia od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.), ale w IV kw. ponownie wzrośnie (do 3,6% r/r). Zgodnie z wynikami projekcji – przy założeniu stałych stóp procentowych NBP – trwały powrót dynamiki cen konsumenta do przedziału (1,5%-3,5%) nastąpi w I kw. 2026 r.

Taki kształt ścieżki inflacji CPI na przestrzeni 2025 r. w istotnym stopniu determinują działania regulacyjne w zakresie cen energii elektrycznej i gazu ziemnego. W szczególności od 1 lipca br. obniżą się ceny gazu dla gospodarstw domowych, ale przy jednoczesnym przywróceniu pobierania opłaty mocowej oraz założonym wygaśnięciu mechanizmu ceny maksymalnej na energię elektryczną od IV kw. W kierunku spadku inflacji w III kw. br. oddziałuje ponadto efekt bazy związany z częściowym odmrożeniem cen energii elektrycznej w lipcu 2024 r. Proces dezinflacji w 2025 r. będzie spowalniać wciąż wysoka

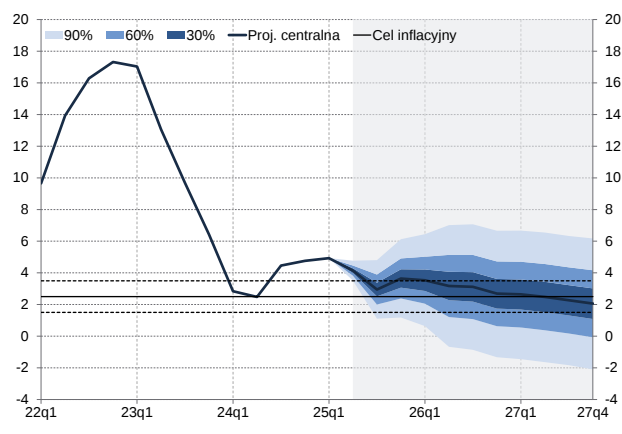
Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji. Przyjęto założenie, że rozkład prawdopodobieństwa realizacji zmiennej w każdym z horyzontów prognozy należy do rodziny rozkładów binormalnych (ang. *two-piece normal*, TPN). Rozkład ten jest określany przez trzy parametry: dominantę, wariancję oraz miarę skośności. Dominantą rozkładu jest ścieżka centralna projekcji, natomiast wariancja jest wyznaczana w oparciu o historyczne błędy prognoz dla każdego z horyzontów skorygowane o wpływ bieżącej niepewności zmiennych egzogenicznych. Skośność rozkładu uzyskuje się na podstawie analizy kilku alternatywnych scenariuszy wraz z przypisanymi im szansami realizacji. Na wykresie rozkład realizacji danej zmiennej ilustrują warstwy o prawdopodobieństwie 30, 60 i 90% wokół ścieżki centralnej projekcji, które skonstruowano w taki sposób, aby zminimalizować szerokość przedziałów (szerzej w Pońsko P., Rybaczek B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Sposób konstrukcji wykresu wachlarzowego omówiony jest w komentarzu pod wykresem 4.1.

dynamika cen administrowanych, w tym opłat za wywóz śmieci, zaopatrywanie w zimną wodę i odprowadzanie nieczystości, oraz podwyższona dynamika cen towarów akcyzowych ze względu na podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe i ich substytuty.

Prognozowana na najbliższe lata ścieżka aktywności gospodarczej w kraju i za granicą wskazuje, że w latach 2026-2027 inflacja CPI będzie znajdować się pod coraz silniejszym wpływem słabnącego tempa wzrostu wynagrodzeń, które ze względu na mechanizmy rynkowe oddziałuje z pewnym opóźnieniem na kształtowanie się cen. Dezinflacji będzie sprzyjać również założony umiarkowany wzrost cen importu związany z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki oraz obniżonym poziomem cen surowców energetycznych na światowych rynkach. W dalszym horyzoncie projekcji spadek dynamiki cen będzie wspierany także przez niską presję popytową odzwierciedloną w obniżeniu się luki popytowej, która ponownie będzie przyjmowała ujemne wartości. W wyniku oddziaływania powyższych czynników inflacja CPI w latach 2026-2027 powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.).

Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w istotnym stopniu uzależniona od kształtowania się aktywności ekonomicznej w strefie euro w warunkach wysokiej niepewności związanej z możliwymi zmianami w polityce handlowej największych gospodarek. Czynnikiem niepewności dla projekcji są także przyszłe działania regulacyjne w zakresie cen energii. Bilans czynników niepewności dla dynamiki PKB oraz inflacji CPI w horyzoncie projekcji jest zbliżony do symetrycznego (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Zmiany w polityce handlowej na świecie

W I połowie 2025 r. administracja Stanów Zjednoczonych istotnie zastrzyła politykę handlową podnosząc stawki celne na niemal pełen zakres towarów importowanych z większości krajów świata. Działania te doprowadziły do eskalacji napięć handlowych i wywołały reakcje odwetowe ze strony części państw. W kolejnych tygodniach administracja amerykańska podejmowała decyzje o tymczasowym ograniczeniu skali podwyżek, odraczając ich pełne wdrożenie. Pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a ich partnerami handlowymi toczą się negocjacje, których wyniki oczekiwane są w lipcu, a w przypadku Chin – w sierpniu. W konsekwencji, przyszły kształt polityki handlowej największych gospodarek świata pozostaje obciążony wysoką niepewnością (por. rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*).

Wzrost gospodarczy

Pomimo decyzji amerykańskiej administracji o tymczasowym ograniczeniu skali podwyżek cel, polityka handlowa tego kraju wciąż pozostaje silnie restrykcyjna w porównaniu do ubiegłych lat. W warunkach podwyższonej niepewności zarówno dynamika konsumpcji, jak i inwestycji prywatnych będzie w najbliższych latach ograniczona. W rezultacie prognozy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w horyzoncie projekcji zostały obniżone względem rundy marcowej (Tabela 4.1). Dynamika PKB w tej gospodarce, wspierana przez szybciej rosnącą wydajność pracy, będzie jednak w dalszym ciągu przewyższać tempo wzrostu strefy euro.

W strefie euro przewiduje się kontynuację umiarkowanego ożywienia, przy czym aktywność ekonomiczna w najbliższych kwartałach będzie hamowana przez niepewność związaną z polityką handlową, ograniczającą wydatki inwestycyjne i konsumpcyjne w tej gospodarce. Nadal jednak

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja lipcowa na tle marcowej

	2025	2026	2027
PKB w strefie euro (r/r, %)			
VII 2025	0,9	1,0	1,3
III 2025	0,9	1,2	1,1
PKB w Niemczech (r/r, %)			
VII 2025	0,2	1,0	1,4
III 2025	0,2	1,0	1,0
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
VII 2025	1,4	1,4	1,9
III 2025	2,4	2,0	2,0
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
VII 2025	1,2	1,0	1,1
III 2025	0,9	1,4	1,2

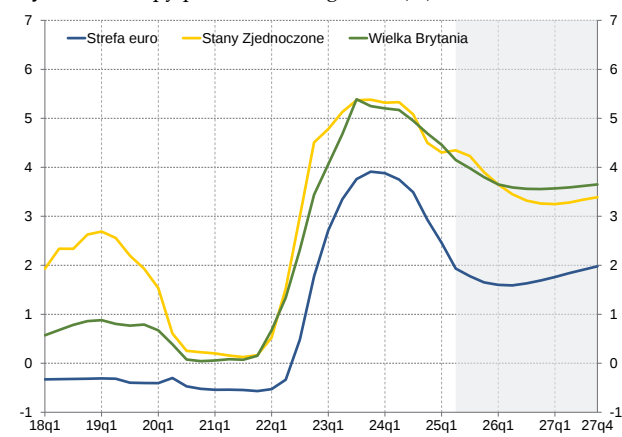
Źródło: obliczenia NBP.

główną składową dynamiki PKB w strefie euro pozostanie w horyzoncie projekcji odbudowa spożycia gospodarstw domowych wspierana przez wzrost ich dochodów do dyspozycji, przy utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy. W dalszym horyzoncie projekcji oczekiwane jest przyspieszenie inwestycji związane z efektami łagodzenia polityki monetarnej przez EBC (Wykres 4.3), podwyższonymi wydatkami na obronność oraz wzrostem inwestycji w ramach wydatkowania środków z utworzonego w Niemczech w marcu br. funduszu inwestycji infrastrukturalnych. Na niemiecki fundusz składa się 500 mld euro (11,6% rocznego PKB) do rozdysponowania w okresie 12 lat, z czego 100 mld euro ma być przeznaczone na nowe programy transformacji energetycznej i dotyczące klimatu.

Inflacja i rynki surowców

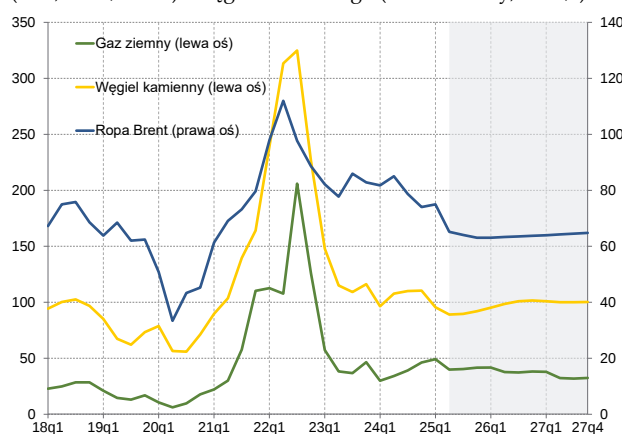
Notowania surowców energetycznych na rynkach światowych wyraźnie obniżyły się w I połowie br. pod wpływem obaw o osłabienie popytu globalnego wywołanych eskalacją działań protekcyjnych oraz niepewności co do kształtu polityki celnej głównych gospodarek (Wykres 4.4, Wykres 4.5). Utrzymywaniu się cen ropy naftowej na obniżonym poziomie w horyzoncie projekcji będzie sprzyjać oczekiwany wzrost wydobywania tego surowca zarówno przez państwa należące do OPEC+, jak i producentów spoza kartelu. Dalszy, stopniowy spadek cen gazu ziemnego będzie natomiast wynikiem przewidywanej poprawy sytuacji podaźowej na rynku europejskim, która przejściowo pogorszyła się na początku 2025 r., po wygaśnięciu umowy na przesył rosyjskiego gazu ziemnego przez terytorium Ukrainy. Oczekuje się, że alternatywą dla rosyjskiego gazu będą zwiększone dostawy LNG, m.in. ze Stanów Zjednoczonych. W efekcie prognozowane na lata 2025-2027 notowania cen ropy naftowej, gazu ziemnego jak i węgla kamiennego na rynkach światowych kształtują się poniżej oczekiwań z projekcji marcowej.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



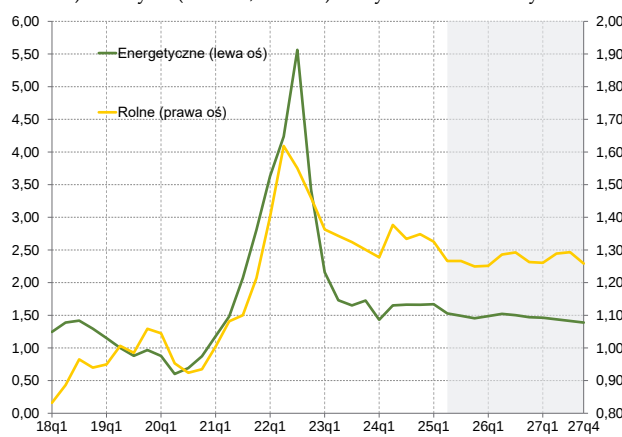
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 4.4 Cena ropy naftowej Brent (USD/b), gazu ziemnego (TTF, USD/MWh) i węgla kamiennego (Richards Bay, USD/t)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 4.5 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2019=1) i rolnych (w EUR, 2019=1) na rynkach światowych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

Ceny dużej części surowców rolnych na rynkach światowych obniżyły się w stosunku do założeń marcowej projekcji. Dotyczy to w szczególności notowań cen pszenicy, ziemniaków, kawy oraz odtuszczonego mleka w proszku. Wyceny kontraktów terminowych wskazują na stabilizację indeksu cen surowców rolnych w horyzoncie projekcji na obecnym poziomie, wskazując, że przyszłe zmiany popytu i podaży na tych rynkach będą w dużym stopniu się bilansować (Wykres 4.5).

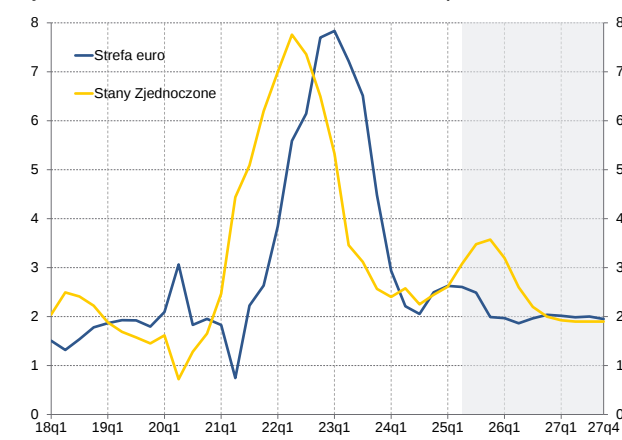
Jedynie umiarkowana odbudowa popytu w światowej gospodarce będzie sprzyjać utrzymaniu w horyzoncie projekcji inflacji w otoczeniu gospodarczym Polski na niskim poziomie (Wykres 4.6). Zaostrzenie amerykańskiej polityki handlowej przełoży się jednak na przejściowy wzrost dynamiki cen w Stanach Zjednoczonych w latach 2025-2026 powyżej oczekiwań z projekcji marcowej. Podwyższona inflacja cen usług w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, związana z wciąż relatywnie wysoką dynamiką płac, będzie się stopniowo obniżać, by pod koniec horyzontu projekcji powrócić do swoich historycznych średnich. Należy zaznaczyć, że prognozy inflacji – jak również wzrostu gospodarczego – na świecie są obciążone wysoką niepewnością ze względu na trwający proces negocjacji w zakresie polityki handlowej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a ich głównymi partnerami handlowymi (por. rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*).

4.3 Gospodarka polska w latach 2025-2027

Aktywność gospodarcza

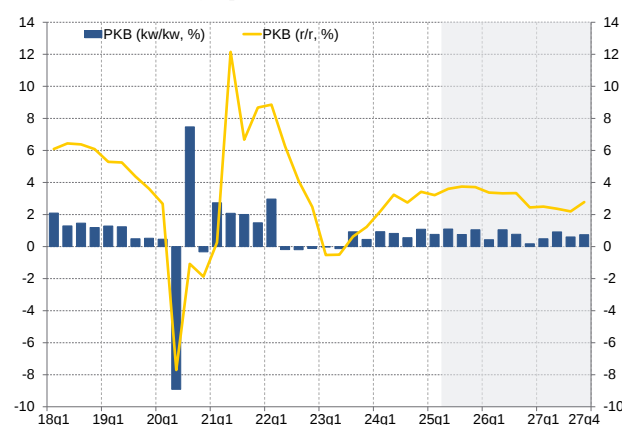
Dynamika krajowego PKB przyspieszy do 3,6% w 2025 r. z poziomu nieco poniżej 3% w ub.r. (Wykres 4.7), do czego w istotnym stopniu przyczyni się silny wzrost napływu funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy

Wykres 4.6 Zmiana deflatora wartości dodanej (π/π , %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



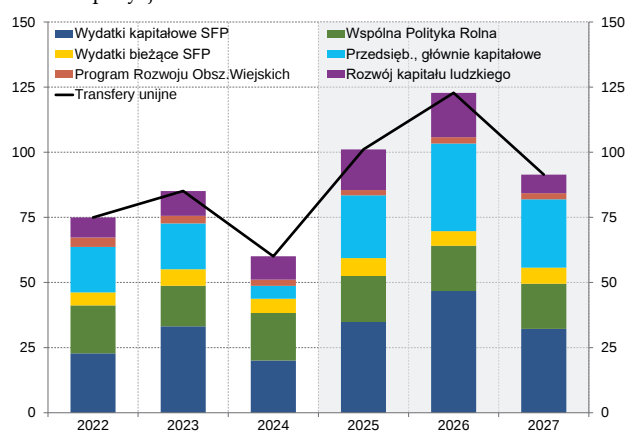
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

(Wykres 4.8, Wykres 4.9). W dalszym horyzoncie projekcji pozytywny wpływ tych czynników będzie wygasać, przekładając się na spowolnienie aktywności gospodarczej. Tylko w niewielkim stopniu wzrost PKB w Polsce w latach 2025-2027 będzie wspierany przez popyt zagraniczny przy oczekiwanym jedynie ograniczonym ożywieniu w strefie euro. Jednocześnie przy założonym w projekcji utrzymaniu stóp procentowych NBP na stałym poziomie (w tym stopy referencyjnej równej 5,25%), rosnąca w kolejnych latach realna stopa procentowa będzie ograniczać prognozowaną dynamikę popytu krajowego.

Wzrost realnej stopy procentowej w horyzoncie projekcji będzie zwiększać skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania kosztem konsumpcji skutkując podwyższonym poziomem ich stopy oszczędności. Ponieważ jednocześnie dynamika dochodów do dyspozycji ludności obniży się względem 2024 r. w ślad za spowolnieniem tempa wzrostu realnych wynagrodzeń, dynamika spożycia prywatnego w latach 2025-2027 ukształtuje się na umiarkowanym poziomie (średnio 3,2% r/r, Wykres 4.10). Oczekiwany w horyzoncie projekcji relatywnie stabilny wzrost wydatków gospodarstw domowych jest przy tym wynikiem dążenia do wygładzania ścieżki konsumpcji w czasie.

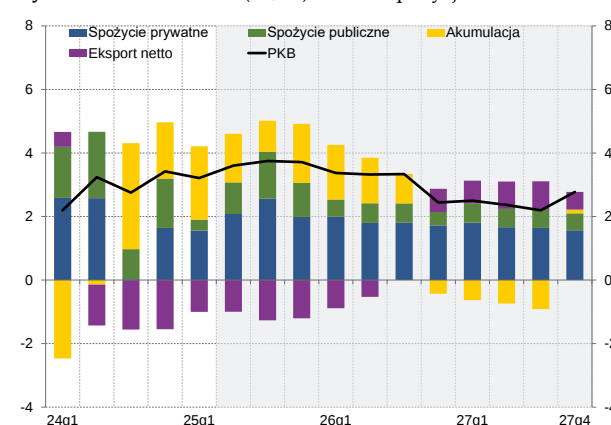
Wzrost nakładów brutto na środki trwałe, po okresie spadku w 2024 r., w latach 2025-2026 wyraźnie przyspieszy (Wykres 4.11). Popyt inwestycyjny w tym okresie będzie wspierany przez zwiększoną absorpcję funduszy unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy (Wykres 4.12). W 2027 r., w ślad za zakończeniem wydatkowania środków pochodzących z instrumentu *NextGenerationEU* nakłady brutto na środki trwałe obniżą się (Wykres 4.11). W przypadku przedsiębiorstw, ożywienie aktywności inwestycyjnej w 2025 r. potwierdzają wyniki badań ankietowych, wskazujące na wzrost odsetka firm zapowiadających kontynuację rozpoczętych

Wykres 4.8 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



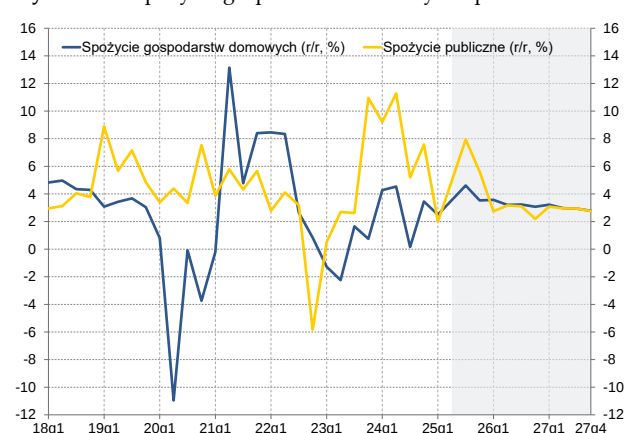
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.9 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

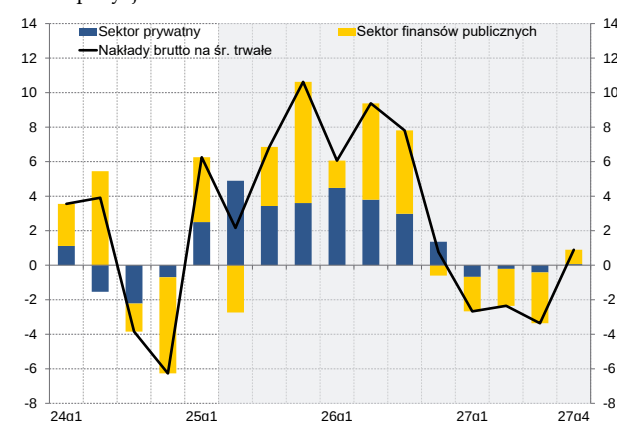
inwestycji oraz wzrost planowanej zmiany skali nakładów w horyzoncie kwartału i roku⁴¹. W horyzoncie projekcji oczekiwany jest także wzrost wydatków związanych z trwającą transformacją energetyczną polskiej gospodarki, w tym przeznaczonych na rozbudowę morskich farm wiatrowych na Bałtyku oraz budowę i modernizację sieci przesyłowych. Zgodnie z zapowiedziami szacowana wartość inwestycji w morską energetykę wiatrową do 2040 r. wyniesie ok. 130 mld zł⁴², natomiast planowane inwestycje w infrastrukturę przesyłową w latach 2025-2034 mają opiewać na kwotę 64 mld zł⁴³. Ścieżkę inwestycji będą podwyższać również zakupy sprzętu wojskowego. Tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych będzie natomiast utrzymywać się w latach 2025-2027 na relatywnie niskim poziomie ze względu na przyjęte w projekcji założenie o niezmiennych stopach procentowych NBP.

Eksport netto w 2025 r. będzie miał nadal ujemny wkład do dynamiki PKB (Wykres 4.13). Przyczyni się do tego utrzymująca się obniżona aktywność gospodarcza u głównych partnerów handlowych, w tym zwłaszcza w gospodarce niemieckiej, negatywnie wpływająca na polski eksport. Jednocześnie w ślad za ożywieniem krajowej koniunktury przyspieszy dynamika importu. W latach 2026-2027 tempo wzrostu popytu krajowego obniży się, czemu będzie towarzyszyć stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej za granicą, prowadząc do rosnącego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Produkt potencjalny i luka popytowa

Zgodnie z bieżącą projekcją, dynamika produktu potencjalnego w latach 2025-2027 ukształtuje się na przeciętnym poziomie 2,9% r/r, a więc nieco poniżej wieloletniej średniej (Wykres 4.14).

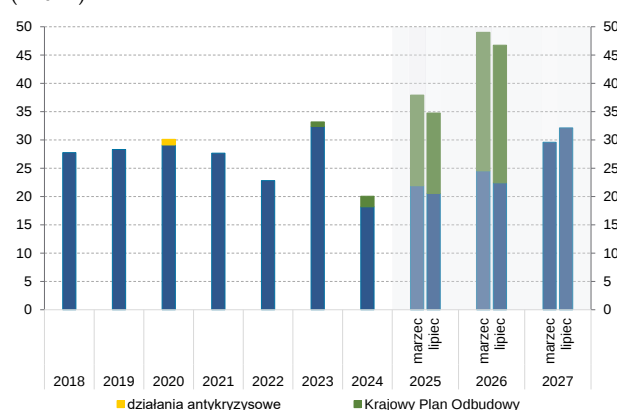
Wykres 4.11 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

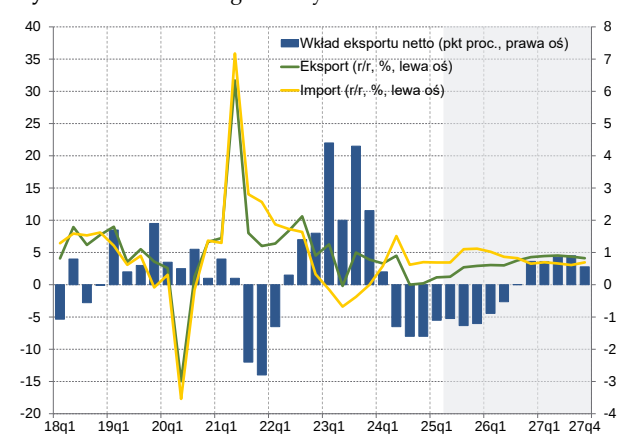
Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami sektora instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych, gospodarstw domowych (zarówno mieszkaniowe jak i niemieszkaniowe) oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

Wykres 4.12 Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴¹ Szybki Monitoring NBP, Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2025 r.

⁴² <https://www.gov.pl/web/morska-energetyka-wiatrowa/program-rozwoju-morskich-farm-wiatrowych>

⁴³ <https://www.pse.pl/-/projekt-nowego-planu-rozwoju-sieci-przesylowej-na-lata-2025-2034-uzgodniony>

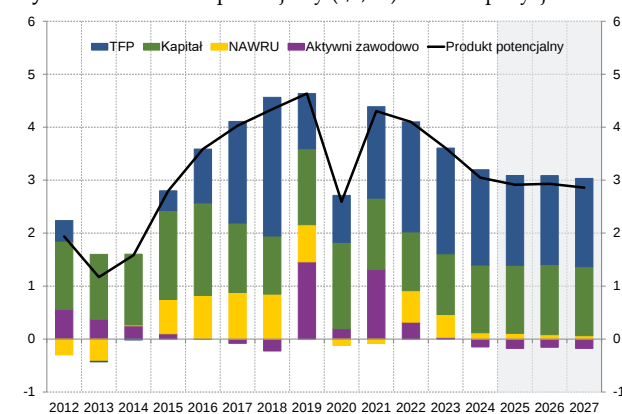
Pozytywnie na potencjał krajowej gospodarki będzie oddziaływać rozłożony w czasie wpływ wzrostu inwestycji w latach 2025-2026, podwyższających dynamikę kapitału produkcyjnego, oraz założony napływ migrantów zwiększający podaż pracy. Negatywnie na dynamikę potencjalnego PKB w horyzoncie projekcji będą natomiast wpływać zmiany w strukturze demograficznej populacji Polski. Jest to odzwierciedlone w zakładanym spadku liczby osób w wieku produkcyjnym, ograniczającym liczbę osób aktywnych zawodowo oraz, w konsekwencji, liczbę pracujących.

Wraz z prognozowanym w najbliższych kwartałach ożywieniem krajowej aktywności gospodarczej ujemna obecnie luka popytowa wzrośnie do nieznacznie dodatniego poziomu w II-III kw. 2026 r. (Wykres 4.15). Oznacza to, że oczekiwany w tym okresie wzrost presji popytowej będzie ograniczał spadek inflacji. W 2027 r., w ślad za wyraźnym spowolnieniem dynamiki PKB, presja popytowa ponownie się obniży, wspierając coraz silniej proces dezinflacji w polskiej gospodarce.

Rynek pracy

W najbliższych kwartałach nastąpi nieznaczny spadek stopy bezrobocia wynikający z rozłożonej w czasie reakcji rynku pracy na oczekiwane przyspieszenie dynamiki krajowego PKB (Wykres 4.16). Znajduje to odzwierciedlenie w wynikach badań przedsiębiorstw, których większy odsetek planuje zwiększyć niż zmniejszyć zatrudnienie w horyzoncie roku⁴⁴ (Wykres 4.17). W 2027 r. stopa bezrobocia ponownie wzrośnie w ślad za wyhamowaniem tempa wzrostu gospodarczego (Wykres 4.16). Skala tego wzrostu będzie jednak ograniczana przez procesy demograficzne zmniejszające liczbę osób w wieku produkcyjnym.

Wykres 4.14 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



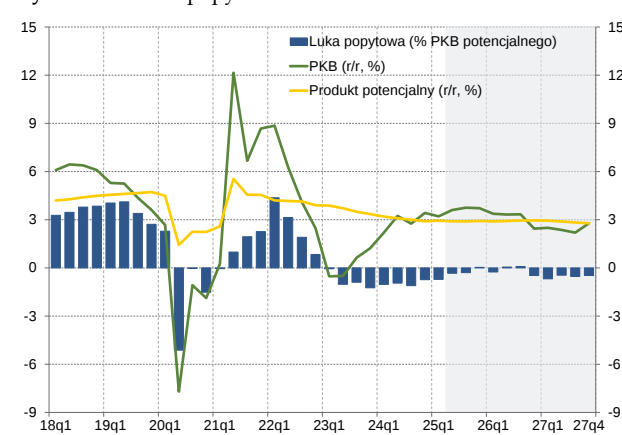
Źródło: obliczenia NBP.

Dynamika produktu potencjalnego określa tempo wzrostu gospodarczego nie powodujące narastania presji inflacyjnej. Może on pochodzić ze wzrostu podaży pracy, zasobu kapitału produkcyjnego lub wydajności czynników produkcji. W modelu NECMOD jest on wyznaczony przez funkcję produkcji Cobb-Douglasa w postaci:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [LF_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0,67} \cdot K_t^{1-0,67},$$

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzonym o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, LF_t^{trend} – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,67.

Wykres 4.15 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

⁴⁴ Szybki Monitoring NBP, Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2025 r.

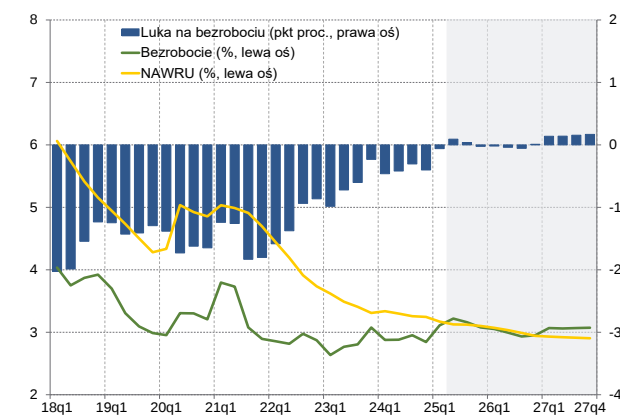
W horyzoncie projekcji dynamika wynagrodzeń w ujęciu realnym wyraźnie obniży się w porównaniu z wysokim wzrostem odnotowanym w 2024 r., kształtując się średnio na poziomie zbliżonym do wzrostu wydajności pracy (Wykres 4.19). Za takim scenariuszem przemawia założona w horyzoncie projekcji mniejsza niż w 2024 r. skala podwyżek wynagrodzeń w sektorze finansów publicznych oraz płacy minimalnej. Z uwagi na opóźnienia w uwzględnianiu skali wzrostu cen w mechanizmie ustalania płac, dynamikę nominalnych wynagrodzeń w 2024 r. istotnie podnosił również wpływ wysokiej inflacji z lat 2022-2023. Prognozowane obniżenie tempa wzrostu wynagrodzeń wspierają wyniki Szybkiego Monitoringu NBP, zgodnie z którymi mediana podwyżek deklarowanych przez przedsiębiorstwa w perspektywie roku utrzymuje się na poziomie 5%⁴⁵.

Zmiany regulacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI

Zgodnie z ustawą uchwaloną w listopadzie 2024 r.⁴⁶, od 1 lipca br. zostanie wznowione pobieranie opłaty mocowej od gospodarstw domowych. Z końcem września br. wygaśnie również mechanizm ceny maksymalnej na energię elektryczną (ustalonej na poziomie 500 zł/MWh), a rachunki gospodarstw domowych będą rozliczane według taryf zatwierdzonych przez Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki (obecnie wynoszących średnio około 623 zł/MWh). Przy założeniu braku zmiany taryf na energię elektryczną, w IV kw. br. nastąpi zatem istotny wzrost przeciętnego rachunku za energię elektryczną dla gospodarstw domowych. Należy jednak zaznaczyć, że przyszły poziom taryf jest obciążony wysoką niepewnością.

W przypadku gazu ziemnego, w maju br. Prezes URE zatwierdził nową taryfę PGNiG Obrót

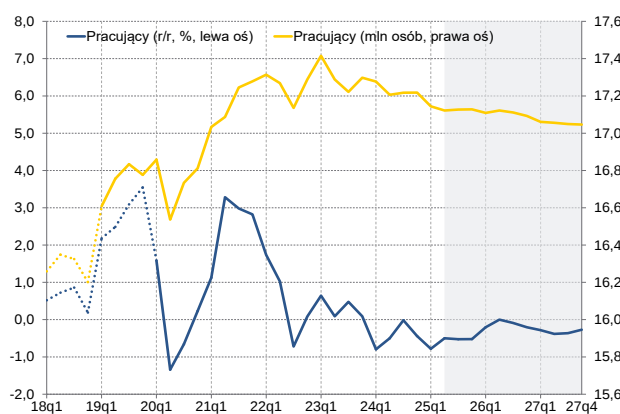
Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

NAWRU_t – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac. Dane dotyczące stopy bezrobocia BAEL do 2019 r. i od 2019 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis pod wykresem 4.17.

Wykres 4.17 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Począwszy od IV kw. 2023 r. dane BAEL są uogólniane na liczbę ludności zgodną z Narodowym Spisem Powszechnym z 2021 r. Przeliczenie wsteczne danych obejmuje natomiast okres od I kw. 2019 r. do III kw. 2023 r., przez co okres przed I kw. 2019 r. nie jest porównywalny z okresem późniejszym, co skutkuje również zaburzeniem dynamiki r/r liczby pracujących w 2019 r.

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane do 2019 r. i od 2019 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis pod wykresem 4.17.

⁴⁵ Szybki Monitoring NBP, Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2025 r.

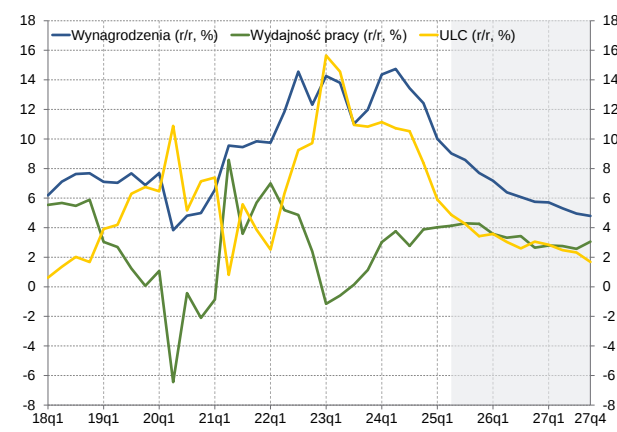
⁴⁶ Ustawa z dnia 27 listopada 2024 r. o zmianie ustawy o środkach nadzwyczajnych mających na celu ograniczenie wysokości cen energii elektrycznej oraz wsparciu niektórych odbiorców w 2023 roku oraz w 2024 roku oraz niektórych innych ustaw.

Detaliczny na poziomie 204,26 zł/MW na sprzedaż tego surowca dla gospodarstw domowych i niektórych instytucji użyteczności publicznej (m.in. szpitale, szkoły, przedszkola). Taryfa ta będzie obowiązywać od 1 lipca br. do 30 czerwca 2026 r. skutkując spadkiem ceny gazu o około 14,8%, jednak przeciętny rachunek obniży się w mniejszej skali, ponieważ opłaty abonamentowe i opłaty za dystrybucję pozostały niezmienione.

Zmiany stawek podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe i ich substytuty będą z kolei wpływać na prognozowaną ścieżkę inflacji bazowej. Zgodnie z obowiązującą ustawą o podatku akcyzowym, znówelizowaną w październiku 2024 r., nowe stawki akcyzy wprowadzone od 1 marca br. są wyższe od poprzednio obowiązujących – w zależności od wyrobu – od 25% do 75%. W styczniu 2026 r. i 2027 r. stawki te ponownie wzrosną, choć w mniejszej skali (od 15% do 50%).

Istotnym czynnikiem, który może mieć potencjalnie bardzo duży wpływ na ścieżkę cen energii i inflacji CPI w 2027 r., jest planowane rozszerzenie systemu handlu emisjami CO₂ w państwach członkowskich UE na nowe sektory, tj. transport drogowy i budownictwo (EU ETS2). Zgodnie z nowymi przepisami sprzedawcy gazu, benzyny, węgla oraz innych paliw będą zobowiązani do umarzania uprawnień zgodnie z wielkością emisji CO₂. Nie wiadomo jeszcze jak będą kształtować się ceny tych uprawnień w 2027 r., przy czym planuje się ograniczyć ich wzrost, jeśli cena przekroczy 45 EUR/tonę (w cenach z 2020 r. – indeksowanych zharmonizowanym wskaźnikiem cen). Gdyby założyć pełne przełożenie cen uprawnień do emisji na ceny paliw, wówczas wzrost kosztów emisji tony CO₂ o 10 zł przyczyniłby się bezpośrednio do podniesienia inflacji CPI o 0,08 pkt. proc. Dotychczas Polska, jak i wiele innych państw UE, nie wdrożyła przepisów unijnych związanych z systemem EU ETS2 do krajowego porządku prawnego. Wciąż trwają negocjacje mające na celu przesunięcie w czasie implementacji nowego

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy (ULC) określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie iloczynu przeciętnego wynagrodzenia i liczby pracujących w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących. Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców. Dla danych dotyczących dynamik r/r jednostkowych kosztów pracy (ULC) i wydajności pracy za okres do 2020 r. – por. przypis pod wykresem 4.17.

systemu. W związku z powyższym w bieżącej projekcji nie uwzględniono w ścieżce centralnej skutków wejścia w życie EU ETS2.

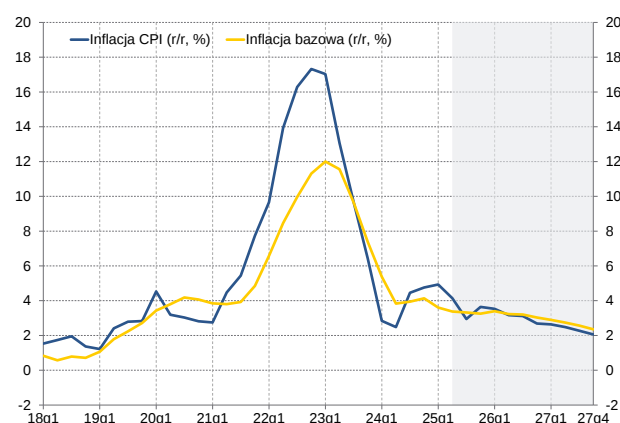
Inflacja CPI

Po osiągnięciu szczytu w I kw. 2025 r. na poziomie 4,9% r/r, inflacja CPI w III kw. powróci do przedziału odchyżeń od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.), ale w IV kw. ponownie wzrośnie (do 3,6% r/r). Zgodnie z wynikami projekcji – przy założeniu stałych stóp procentowych NBP – trwały powrót dynamiki cen konsumenta do przedziału (1,5%-3,5%) nastąpi w I kw. 2026 r. (Wykres 4.20, Wykres 4.21).

W 2025 r. inflacja CPI będzie znajdowała się pod istotnym wpływem działań regulacyjnych w zakresie cen energii elektrycznej i gazu ziemnego (Wykres 4.23). Do spadku inflacji CPI w III kw. br. przyczyni się decyzja Prezesa URE z maja br., na mocy której od 1 lipca br. będą obowiązywać niższe taryfy na sprzedaż gazu ziemnego gospodarstwom domowym (por. punkt *Zmiany regulacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI*). W tym samym kierunku oddziałuje efekt bazy związany z częściowym odmrożeniem cen energii elektrycznej w lipcu 2024 r. Skala spadku dynamiki cen energii będzie jednak ograniczana przez przywrócenie z początkiem lipca br. pobierania opłaty mocowej. W IV kw. ma natomiast wygasnąć mechanizm ceny maksymalnej na energię elektryczną i zgodnie z przyjętymi w projekcji założeniami rachunki gospodarstw domowych będą rozliczane według wyższych stawek, a stopa inflacji CPI ponownie wzrośnie (por. punkt *Zmiany regulacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI*).

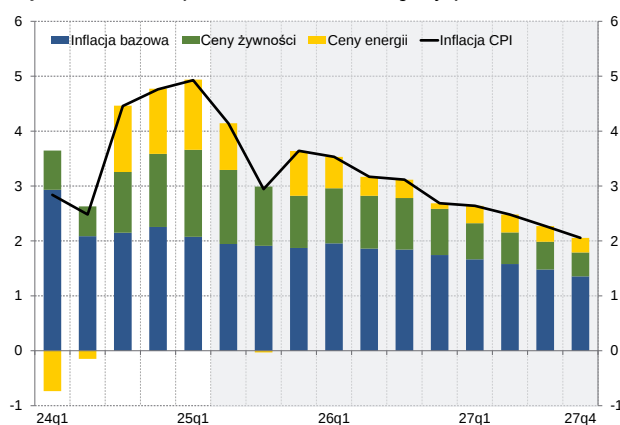
Inflacja bazowa na przestrzeni 2025 r. będzie kształtować się pod wpływem obniżającej się dynamiki kosztów pracy, ale jej spadek będzie ograniczony. Przyczyni się do tego wciąż wysoka dynamika cen administrowanych, w tym usług mieszkaniowych za wywóz śmieci, zaopatrywanie w zimną wodę oraz odprowadzanie ścieków.

Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa



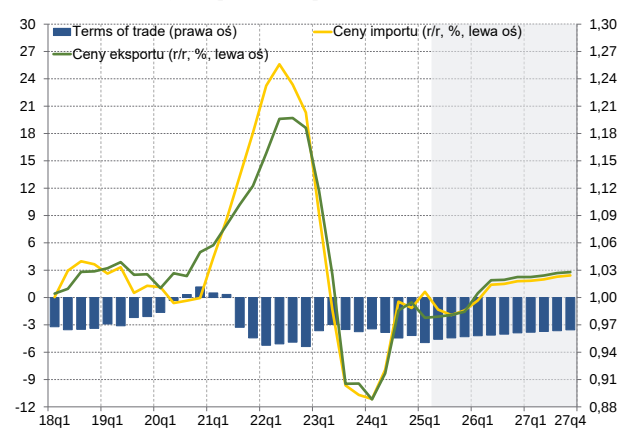
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.21 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.22 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflację bazową w 2025 r. będą podwyższać również wyższe stawki akcyzy na wyroby tytoniowe i ich substytuty (por. punkt *Zmiany regulacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI*).

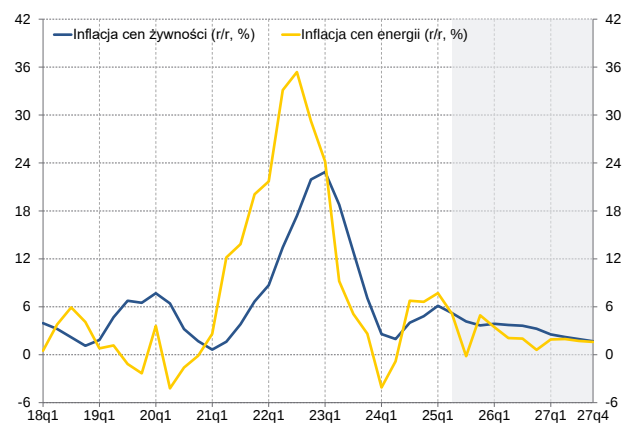
W latach 2026-2027 inflacja CPI będzie znajdować się pod coraz silniejszym wpływem słabnącego tempa wzrostu wynagrodzeń, które ze względu na mechanizmy rynkowe oddziałuje z pewnym opóźnieniem na kształtowanie się cen. Dezinflacji będzie sprzyjać również założony umiarkowany wzrost cen importu (Wykres 4.22) związany z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki oraz obniżonym poziomem cen surowców energetycznych na światowych rynkach. W dalszym horyzoncie projekcji spadek dynamiki cen będzie wspierany przez niską presję popytową odzwierciedloną w obniżeniu się luki popytowej, która ponownie będzie przyjmowała ujemne wartości (por. punkt *Produkt potencjalny i luka popytowa*). W wyniku oddziaływania powyższych czynników inflacja CPI w latach 2026-2027 powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji marcowej, wpłynęły na istotne obniżenie inflacji CPI w 2025 r., przy mniejszej skali korekt w latach 2026-2027. Oczekiwany kształt ścieżki PKB nie uległ natomiast znaczącym zmianom (Tabela 4.2, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27).

Do spadku dynamiki cen w 2025 r. względem projekcji marcowej przyczyniła się niższa realizacja tego wskaźnika w I kw. 2025 r. w znacznym stopniu spowodowana aktualizacją wag w koszyku CPI. W tym samym kierunku oddziałuje obniżenie – w porównaniu do założeń poprzedniej rundy prognostycznej – cen surowców energetycznych na rynkach światowych przy

Wykres 4.23 Inflacja cen żywności i energii



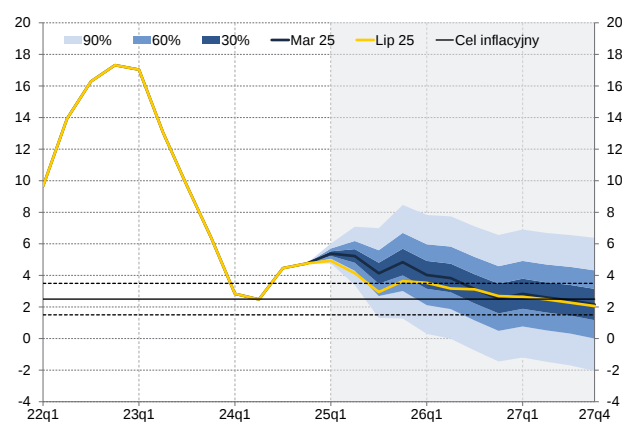
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 4.2 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2025	2026	2027
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2025	3,9	3,1	2,4
III 2025	4,9	3,4	2,5
PKB (r/r, %)			
VII 2025	3,6	3,1	2,5
III 2025	3,7	2,9	2,3

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

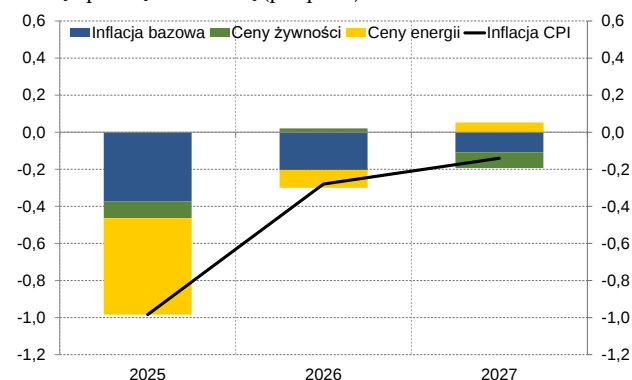
jednoczesnym umocnieniu złotego względem dolara. Zmiana ta wpływa najszybciej na spadek krajowych cen paliw, ale z opóźnieniem oddziałuje również na pozostałe nośniki energii oraz ceny żywności i inflację bazową poprzez redukcję kosztów wytwarzania i dystrybucji. W latach 2026-2027 wpływ tych czynników na inflację CPI będzie wygasać, czemu będzie sprzyjać nieco wyższa niż w projekcji marcowej dynamika aktywności gospodarczej.

Do nieznacznego obniżenia tempa wzrostu PKB w 2025 r. względem marcowej rundy prognostycznej przyczynia się nieco słabsza przewidywana koniunktura w otoczeniu gospodarczym Polski oraz wzrost niepewności powiązany z polityką handlową głównych gospodarek. Odzwierciedleniem wpływu tych czynników był niższy od oczekiwań odczyt krajowego PKB w I kw. 2025 r., ale bieżące dane wskazują, że spowolnienie aktywności gospodarczej na początku roku było przejściowe. W kierunku wyższej niż w projekcji marcowej dynamiki PKB, najsilniej w 2026 r., oddziałuje natomiast uchwalona przez RPP w maju br. obniżka stóp procentowych o 0,5 punktu procentowego. Poprawie koniunktury krajowej w horyzoncie projekcji sprzyja również korekta w dół cen surowców energetycznych na rynkach światowych, co obniża koszty prowadzenia działalności gospodarczej. W 2027 r. oczekuje się również nieco silniejszego niż w projekcji marcowej ożywienia w gospodarce niemieckiej na skutek planowanego poluzowania fiskalnego (por. Rozdział 4.2 *Otoczenie polskiej gospodarki*). W konsekwencji tych uwarunkowań w latach 2026-2027 prognozowana ścieżka wzrostu gospodarczego kształtuje się nieco powyżej przewidywań z rundy marcowej.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest

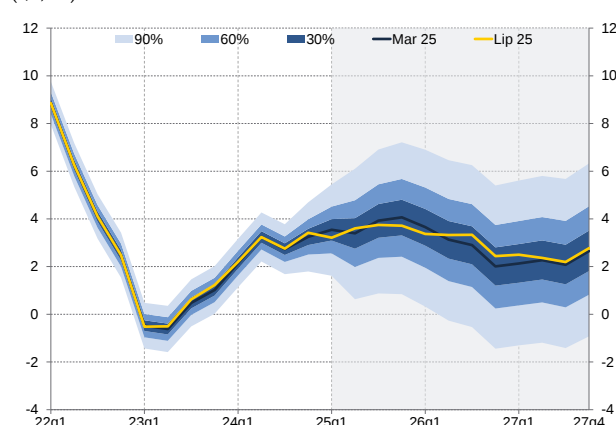
Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

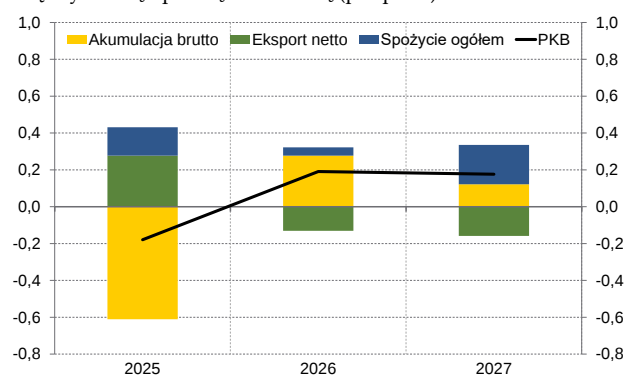
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Wykres 4.26 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w istotnym stopniu uzależniona od kształtowania się krajowych cen energii w latach 2025-2027. Z kolei główne zewnętrzne czynniki ryzyka dla projekcji koncentrują się wokół przyszłego kształtu wzajemnych relacji handlowych pomiędzy głównymi gospodarkami oraz wpływu podwyższonej niepewności na decyzje podmiotów ekonomicznych. Ważnym źródłem ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki jest również dalszy przebieg konfliktów zbrojnych, w tym w szczególności rosyjskiej agresji. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla prognozowanej dynamiki PKB oraz inflacji CPI w horyzoncie projekcji (Tabela 4.3).

Zmiany regulacyjne wpływające na ceny energii

Kształtowanie się przyszłej ścieżki cen energii w Polsce stanowi jeden z ważniejszych czynników ryzyka bieżącej projekcji. Przyszłe decyzje administracyjne dotyczące cen nośników energii, w tym w szczególności wpływające na wysokość średniego rachunku za energię elektryczną dla gospodarstw domowych, mogą skutkować ukształtowaniem się dynamiki cen energii oraz inflacji CPI poniżej scenariusza centralnego. Kolejnym czynnikiem ryzyka mogącym wpłynąć na przyszłą ścieżkę cen energii jest planowane wprowadzenie w 2027 r. nowego systemu handlu emisjami CO₂, obejmującego transport drogowy i budownictwo mieszkaniowe (tzw. ETS2, por. punkt *Zmiany regulacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI*). W momencie formułowania założeń do bieżącej projekcji wciąż brak jest ustawodawstwa krajowego wprowadzającego te rozwiązania, a proces jego wdrażania może się opóźnić w związku z przyszłymi decyzjami politycznymi. W konsekwencji zmiany te nie zostały

Tabela 4.3 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
25q2	0,00	0,00	0,05	0,50	0,05
25q3	0,10	0,34	0,69	0,50	0,59
25q4	0,08	0,22	0,46	0,50	0,38
26q1	0,12	0,28	0,49	0,50	0,37
26q2	0,24	0,39	0,56	0,50	0,32
26q3	0,25	0,40	0,56	0,50	0,31
26q4	0,32	0,47	0,63	0,50	0,32
27q1	0,33	0,48	0,64	0,50	0,31
27q2	0,35	0,51	0,66	0,50	0,31
27q3	0,38	0,54	0,69	0,50	0,31
27q4	0,41	0,57	0,72	0,50	0,30

Źródło: obliczenia NBP.

uwzględnione w scenariuszu bazowym projekcji. Możliwe rozszerzenie systemu handlu emisjami CO₂ stanowi tym samym ryzyko w górę dla kształtowania się cen energii i inflacji CPI w ostatnim roku projekcji.

Wykorzystanie środków w ramach KPO

Kolejnym źródłem niepewności jest tempo i skala wykorzystania środków w formie dotacji z Krajowego Planu Odbudowy (KPO), z uwagi na niską jak dotychczas ich realizację na tle całej przyznanej Polsce alokacji. Zgodnie z ustaleniami przyjętymi na etapie tworzenia KPO, wszystkie kamienie milowe i wartości docelowe dla projektów inwestycyjnych – które w części mogą jeszcze zostać renegocjowane przez Polskę z Komisją Europejską – muszą zostać osiągnięte do sierpnia 2026 r. Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało o wstępnym uzgodnieniu z Komisją Europejską możliwości przedłużenia tego terminu o co najmniej trzy miesiące, ale jak dotąd nie ma formalnego potwierdzenia tej decyzji. Ponadto, wskazana korekta terminu jest relatywnie niewielka i

realizacja wszystkich projektów nadal będzie stanowić wyzwanie. Mniejsze wykorzystanie środków unijnych w latach 2025-2026 niż założono w scenariuszu centralnym wiązałoby się z obniżeniem dynamiki PKB w polskiej gospodarce w tym okresie, w tym zwłaszcza ścieżki inwestycji.

Wpływ czynników zewnętrznych

Perspektywy rozwoju sytuacji ekonomicznej w Polsce i jej najbliższym otoczeniu gospodarczym w istotnym stopniu uzależnione są od kształtu polityki handlowej największych gospodarek, w tym przede wszystkim od decyzji w tym zakresie podejmowanych przez Stany Zjednoczone. Dalsze zwiększenie barier handlowych przez amerykańską administrację, w tym wprowadzenie nowych ceł sektorowych, prowadziłoby do obniżenia aktywności gospodarczej i najprawdopodobniej przejściowego wzrostu inflacji w tej gospodarce. Trudniejszy w ocenie jest natomiast wpływ eskalacji napięć handlowych na poziom cen w strefie euro i w Polsce. Z jednej strony, potencjalne działania ze strony Unii Europejskiej w postaci nałożenia ceł odwetowych na Stany Zjednoczone skutkowałyby wyższymi kosztami importu, tworząc presję na wzrost cen w Polsce i jej najbliższym otoczeniu. Z kolei zwiększona konkurencja ze strony Chin, które w reakcji na wzrost barier w handlu ze Stanami Zjednoczonymi mogłyby kierować więcej towarów na rynek europejski, oddziaływałaby w kierunku niższej inflacji w Europie. Kolejne zmiany w polityce handlowej zwiększałyby poziom niepewności, co mogłoby wpłynąć negatywnie na decyzje inwestycyjne podmiotów gospodarczych. Ocenia się, że łączne oddziaływanie powyższych czynników skutkowałoby niższym tempem wzrostu PKB i inflacji CPI w Polsce. Z kolei poprawa sytuacji geopolitycznej, w tym zakończenie agresji Rosji przeciw Ukrainie, wpłynęłaby na poprawę nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w

krajach europejskich, w tym w Polsce. Pozytywnie na kształtowanie się globalnego sentymentu oddziaływałaby również deeskalacja napięć handlowych, w tym częściowe zniesienie nałożonych wcześniej ceł sektorowych przez amerykańską administrację, czemu mogłoby towarzyszyć obniżenie barier celnych przez Unię Europejską na import ze Stanów Zjednoczonych. W przypadku realizacji takiego scenariusza nastąpiłby wzrost wydatków na konsumpcję i inwestycje w głównych gospodarkach, czemu towarzyszyłaby poprawa perspektyw handlu zagranicznego i aktywności ekonomicznej w Polsce.

Ceny surowców energetycznych

Źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają również zmiany cen surowców energetycznych na globalnych rynkach. Ceny ropy naftowej i innych surowców mogą podlegać istotnym wahaniom nie tylko z powodu zmian oczekiwań dotyczących perspektyw popytu, ale również ze względu na działania podejmowane przez głównych producentów dotyczących wielkości wydobycia. Istotne źródła ryzyka dla kształtowania się przyszłych cen surowców energetycznych związane są także z przebiegiem konfliktów zbrojnych na świecie oraz zakresem sankcji, którymi objęte są niektóre kraje będące producentami węglowodorów.

Raport o inflacji – lipiec 2025 r.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2024				2025				2026				2027				2024	2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,1	2,9	3,6	3,5	3,2	3,1	2,7	2,6	2,5	2,3	2,1	3,6	3,9	3,1	2,4
Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	5,4	3,8	3,9	4,1	3,6	3,4	3,3	3,3	3,4	3,2	3,2	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4	4,3	3,4	3,2	2,6
Ceny żywności (% r/r)	2,6	2,0	4,0	4,8	6,1	5,2	4,2	3,7	3,9	3,7	3,6	3,3	2,5	2,2	2,0	1,7	3,3	4,8	3,6	2,1
Ceny energii (% r/r)	-4,1	-0,8	6,8	6,6	7,7	5,1	-0,2	4,9	3,4	2,1	2,0	0,6	1,9	2,0	1,7	1,6	2,0	4,3	1,9	1,8
PKB (% r/r)	2,2	3,2	2,8	3,4	3,2	3,6	3,7	3,7	3,4	3,3	3,3	2,4	2,5	2,4	2,2	2,8	2,9	3,6	3,1	2,5
Popyt krajowy (% r/r)	1,9	4,9	4,6	5,3	4,6	4,9	5,4	5,2	4,5	4,1	3,5	1,8	1,9	1,6	1,4	2,3	4,2	5,1	3,5	1,8
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	4,3	4,5	0,2	3,5	2,5	3,6	4,6	3,5	3,6	3,2	3,2	3,1	3,2	3,0	2,9	2,8	3,1	3,4	3,3	3,0
Spożycie publiczne (% r/r)	9,2	11,3	5,2	7,6	2,0	5,0	7,9	5,6	2,7	3,2	3,1	2,2	3,1	3,0	2,9	2,8	8,2	4,9	2,8	2,9
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	3,6	3,9	-4,3	-6,9	6,3	4,5	6,9	10,6	6,1	9,4	7,8	0,8	-2,7	-2,4	-3,4	0,9	-2,2	5,9	5,9	-1,9
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,4	-1,3	-1,6	-1,6	-1,1	-1,0	-1,3	-1,2	-0,9	-0,5	0,0	0,7	0,7	0,9	0,9	0,6	-1,1	-1,2	-0,2	0,8
Eksport (% r/r)	3,3	4,5	0,0	0,2	1,1	1,2	2,7	2,9	3,0	3,0	3,8	4,3	4,5	4,5	4,4	4,1	2,0	2,2	3,5	4,4
Import (% r/r)	2,9	7,6	3,1	3,5	3,5	3,5	5,5	5,6	5,1	4,3	4,1	3,3	3,5	3,3	3,0	3,5	4,2	4,7	4,2	3,3
Wynagrodzenia (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,4	10,0	9,0	8,6	7,7	7,2	6,4	6,1	5,8	5,7	5,3	5,0	4,8	13,7	8,9	6,3	5,2
Pracujący (% r/r)	-0,8	-0,5	0,0	-0,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,1	-0,3
Stopa bezrobocia (%)	2,9	2,9	3,0	2,8	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	2,9	3,1	3,0	3,1
NAWRU (%)	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,3	3,1	3,0	2,9
Stopa aktywności zawodowej (%)	58,6	58,4	58,5	58,4	58,3	58,3	58,3	58,2	58,1	58,1	58,1	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,5	58,3	58,1	58,0
Wydajność pracy (% r/r)	3,0	3,8	2,8	3,9	4,0	4,1	4,3	4,3	3,6	3,3	3,4	2,7	2,8	2,8	2,6	3,1	3,4	4,2	3,2	2,8
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	11,1	10,7	10,5	8,4	5,9	4,9	4,3	3,4	3,6	3,0	2,6	3,1	2,8	2,5	2,3	1,7	10,1	4,7	3,1	2,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,2	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	3,0	2,9	2,9	2,9
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,0	-1,0	-1,1	-0,7	-0,7	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	0,1	0,1	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-0,3	-0,1	-0,5
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)	1,28	1,38	1,33	1,35	1,33	1,27	1,27	1,25	1,25	1,29	1,29	1,26	1,26	1,29	1,29	1,26	1,33	1,28	1,27	1,28
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)	1,43	1,65	1,66	1,66	1,67	1,53	1,49	1,45	1,49	1,52	1,50	1,47	1,46	1,44	1,41	1,39	1,60	1,54	1,49	1,43
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	2,2	1,8	1,8	2,2	2,3	2,3	2,2	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9	2,0	2,1	1,8	1,9
PKB za granicą (% r/r)	0,6	0,7	0,9	1,1	1,1	1,0	0,7	0,7	0,7	0,9	1,2	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3	0,9	0,9	1,1	1,4
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	1,6	1,3	0,5	0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-1,2	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,0	-0,9	-0,8	0,2	-1,2	-1,3	-0,8
WIBOR 3M (%)	5,86	5,86	5,86	5,85	5,86	5,48	5,37	5,37	5,37	5,37	5,37	5,37	5,37	5,37	5,37	5,37	5,86	5,52	5,37	5,37

Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

Dla większości zmiennych wartości do I kw. 2025 r. są wyznaczone w oparciu o wielkość surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a stopa WIBOR 3M to szereg nieodsezonowany.

Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2025 r.

■ Data: 5 lutego 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,00 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I.K. Dąbrowski
I. Duda
W.S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H.J. Wnorowski

■ Data: 12 marca 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,00 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I.K. Dąbrowski
I. Duda
W.S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H.J. Wnorowski

■ Data: 1 kwietnia 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2025 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego na dzień 31 grudnia 2024 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	J.B. Tyrowicz
	I.K. Dąbrowski		
	I. Duda		
	W.S. Janczyk		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	G. Masłowska		
	H.J. Wnorowski		

■ Data: 2 kwietnia 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,00 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	J.B. Tyrowicz	Przeciw:	A. Glapiński
			I.K. Dąbrowski
			I. Duda
			W.S. Janczyk
			C. Kochalski
			L. Kotecki
			P. Litwiniuk
			G. Masłowska
			H.J. Wnorowski

■ Data: 6 maja 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2025 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2024.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	J.B. Tyrowicz
	I.K. Dąbrowski		
	I. Duda		
	W.S. Janczyk		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	G. Masłowska		
	H.J. Wnorowski		

■ Data: 6 maja 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2025 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2024.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	J.B. Tyrowicz
	I.K. Dąbrowski		
	I. Duda		
	W.S. Janczyk		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	G. Masłowska		
	H.J. Wnorowski		

■ Data: 6 maja 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2025 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2024 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	L. Kotecki
	I.K. Dąbrowski		J.B. Tyrowicz
	I. Duda		
	W.S. Janczyk		
	C. Kochalski		
	P. Litwiniuk		
	G. Masłowska		
	H.J. Wnorowski		

■ Data: 7 maja 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,00 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	J.B. Tyrowicz	Przeciw:	A. Glapiński
			I.K. Dąbrowski
			I. Duda
			W.S. Janczyk
			C. Kochalski
			L. Kotecki
			P. Litwiniuk
			G. Masłowska
			H.J. Wnorowski

■ Data: 7 maja 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
I.K. Dąbrowski
I. Duda
W.S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H.J. Wnorowski

Przeciw: J.B. Tyrowicz

■ Data: 7 maja 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2025 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
I.K. Dąbrowski
I. Duda
W.S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H.J. Wnorowski

Przeciw: J.B. Tyrowicz

nbp.pl

