NARODOWY BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Listopad 2025 r.

Raport o inflacji

Listopad 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 23 października 2025 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 15 października 2025 r.

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 11

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 16

2.3 Sektor finansów publicznych 18

2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw 20

2.5 Rynek pracy 22

2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów 23

2.7 Pieniądz i kredyt 24

2.8 Bilans płatniczy 25

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2025 r. 28

4. Projekcja inflacji i PKB 36

4.1 Synteza 37

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej 38

4.3 Gospodarka polska w latach 2025-2027 41

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej 47

4.5 Źródła niepewności projekcji 48

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie czerwiec – wrzesień 2025 r. 52

Synteza

W I połowie 2025 r. dynamika PKB na świecie była wyższa niż w 2024 r. i kształtowała się w pobliżu wieloletniej średniej. Wzrost aktywności w wielu gospodarkach był wspierany przez wciąż relatywnie korzystną sytuację na rynkach pracy, w tym wzrost realnych wynagrodzeń. Jednocześnie w dalszym ciągu występowała niepewność co do perspektyw aktywności na świecie, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej. W II kw. 2025 r. roczna dynamika PKB w strefie euro wyniosła 1,5%, a w Stanach Zjednoczonych 2,1%.

Od publikacji *Raportu o inflacji – lipiec 2025 r.*, inflacja na świecie się obniżyła, zbliżając się do poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19. Spadek globalnego wskaźnika inflacji od maja do sierpnia 2025 r. nastąpił w warunkach dalszej dezinflacji w części gospodarek wschodzących, pomimo wzrostu dynamiki cen w największych gospodarkach rozwiniętych. Jednocześnie inflacja bazowa w większości gospodarek rozwiniętych pozostaje wyższa niż przed pandemią. Roczna dynamika cen produkcji w przemyśle w ostatnim okresie była w strefie euro zbliżona do zera, w Stanach Zjednoczonych dodatnia, a w Chinach nadal ujemna. Ceny większości surowców energetycznych i rolnych w październiku 2025 r. były przeciętnie niższe niż rok wcześniej.

W ostatnich miesiącach większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych obniżyła stopy procentowe lub utrzymywała je na niezmienionym poziomie po wcześniejszych obniżkach. Jednocześnie we wszystkich gospodarkach rozwiniętych stopy procentowe kształtowały się powyżej poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19. Od połowy czerwca 2025 r. rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych obniżyły się. Z kolei dolar amerykański osłabił się względem wielu innych walut, w tym euro.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu*, inflacja CPI obniżyła się do 2,9% r/r we wrześniu 2025 r. z 4,1% r/r w czerwcu br. (wobec celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5% ±1 pkt proc.). Do spadku inflacji przyczyniło się przede wszystkim wygaśnięcie wpływu częściowego odmrożenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i energii cieplnej dokonanego w lipcu 2024 r., a także – choć w mniejszym stopniu – obniżenie się rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Obniżyła się także inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć była wciąż wyższa od inflacji CPI ogółem. Spadek inflacji CPI był natomiast ograniczany przez wzrost rocznej dynamiki cen paliw.

Roczna dynamika PKB w Polsce w II kw. 2025 r. wyniosła 3,3% (wobec 3,2% w I kw. br.). W kierunku wzrostu dynamiki PKB oddziaływało przyspieszenie konsumpcji prywatnej oraz zmniejszenie się skali ujemnego wkładu eksportu netto. Z kolei wkład zmiany zapasów do dynamiki PKB był niższy niż w poprzednim kwartale, choć pozostał dodatni. Jednocześnie inwestycje spadły w ujęciu rocznym, po wzroście w I kw. 2025 r. Napływające dane wskazują na kontynuację wzrostu aktywności gospodarczej w III kw. 2025 r., w tym utrzymywanie się wzrostu popytu konsumpcyjnego.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w I połowie 2025 r. wyniósł 90,4 mld zł (2,3% PKB), wobec deficytu 64,0 mld zł (1,8% PKB) w I połowie 2024 r. Do pogłębienia deficytu w znacznej mierze przyczyniło się zwiększenie wydatków publicznych, w tym kosztów związanych z

zatrudnieniem, w szczególności w ochronie zdrowia i jednostkach samorządu terytorialnego, oraz na świadczenia społeczne pieniężne. Do wzrostu deficytu w analizowanym okresie przyczyniły się także wyższe niż rok wcześniej koszty obsługi zadłużenia. Według szacunków rządowych zawartych w jesiennej notyfikacji fiskalnej, wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w 2025 r. wyniesie -6,9% PKB, wobec -6,5% PKB w 2024 r. Zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w relacji do PKB na koniec 2025 r. wyniesie 59,8%, wobec poziomu 55,1% PKB na koniec 2024 r.

Zagregowany wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych wzrósł w II kw. 2025 r. o 1,7% r/r (wobec 13,9% r/r w I kw. 2025 r.) przy relatywnie stabilnym wyniku ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów oraz niewielkim wzroście wyniku z pozostałej działalności operacyjnej. Rentowność sektora przedsiębiorstw w II kw. 2025 r. była niższa niż rok wcześniej, a płynność w większości sekcji gospodarki pozostawała wysoka.

Na rynku pracy w ostatnim okresie utrzymywało się niskie bezrobocie, przy zbliżonej do notowanej rok wcześniej liczbie pracujących w gospodarce i spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń spowolniła, choć była nadal podwyższona.

Od czasu publikacji poprzedniej edycji *Raportu* na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływały w szczególności nastroje na światowych rynkach finansowych oraz obniżenie stóp procentowych NBP w ostatnich miesiącach. W ostatnim okresie rentowności polskich obligacji skarbowych – pomimo napływających informacji o perspektywie wzrostu wskaźników zadłużenia sektora finansów publicznych w Polsce – obniżyły się, czemu sprzyjał spadek stóp procentowych NBP. Jednocześnie kurs złotego umocnił się wobec dolara amerykańskiego, natomiast względem euro kształtował się na podobnym poziomie jak w czerwcu 2025 r.

Dynamika agregatu M3 w III kw. 2025 r. wyniosła 11,1% r/r (wobec 10,7% r/r w II kw. 2025 r.). Jednocześnie roczne dynamiki zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw wzrosły.

Saldo rachunku bieżącego oraz kształtowanie się pozostałych wskaźników nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki. W II kw. 2025 r. saldo rachunku bieżącego było ujemne i się obniżyło, co wynikało przede wszystkim z pogłębienia się deficytu obrotów towarowych. Z kolei poziom zadłużenia zagranicznego brutto w relacji do PKB utrzymywał się wyraźnie poniżej wieloletniej średniej.

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 lipiec – wrzesień 2025 r. oraz *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w październiku i listopadzie 2025 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie czerwiec – wrzesień 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 niezmienionych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 15 października 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6 – 3,7% w 2025 r.

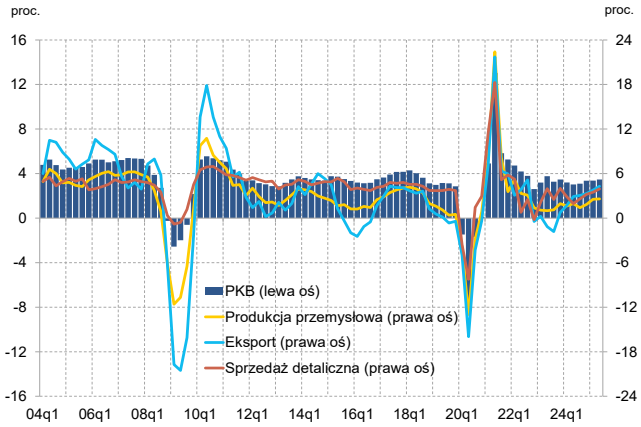
(wobec 3,5 – 4,4% w projekcji z lipca br.), 1,9 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,7 – 4,5%) oraz 1,1 – 4,1% w 2027 r. (wobec 0,9 – 3,8%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1 – 3,8% w 2025 r. (wobec 2,9 – 4,3% w projekcji z lipca br.), 2,7 – 4,6% w 2026 r. (wobec 2,1 – 4,1%) oraz 1,5 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,3 – 3,7%).

1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W I połowie 2025 r. dynamika PKB na świecie była wyższa niż w 2024 r. i kształtowała się w pobliżu wieloletniej średniej (Wykres 1.1). Wzrost aktywności w wielu gospodarkach był wspierany przez wciąż relatywnie korzystną sytuację na rynkach pracy, w tym wzrost realnych wynagrodzeń. Jednocześnie roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła, jednak koniunktura w przemyśle pozostała osłabiona. Z kolei dynamika światowego eksportu obniżyła się w II kw. po wcześniejszym przejściowym wzroście, związanym z oczekiwaniami na podwyżki ceł importowych przez Stany Zjednoczone. W dalszym ciągu występowała niepewność co do perspektyw aktywności na świecie, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.

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

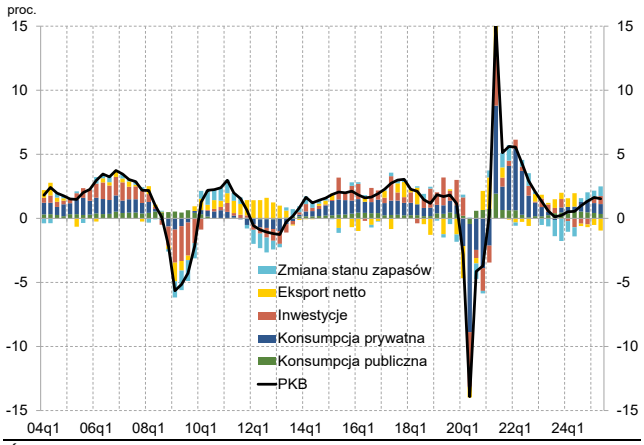


Źródło: dane LSEG Datastream, Centraal Planbureau, OECD, Eurostat, MFW i krajowych urzędów statystycznych, obliczenia NBP.

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.

W strefie euro dynamika PKB w II kw. 2025 r. wyniosła 1,5% r/r wobec 1,6% r/r w I kw. br. i 1,3% r/r w IV kw. 2024 r.; Wykres 1.2)[1]. Tempo wzrostu PKB nadal istotnie różniło się między krajami strefy euro[2]. W Hiszpanii dynamika PKB wyniosła 3,1% r/r, we Francji 0,8% r/r, we Włoszech 0,4% r/r, a w Niemczech 0,2% r/r. Dodatni wpływ na wzrost PKB strefy euro w II kw. br. miały konsumpcja prywatna, zmiana stanu zapasów, inwestycje oraz spożycie zbiorowe. Ujemny wkład do dynamiki PKB miał natomiast eksport netto. Stopa bezrobocia w sierpniu br.

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

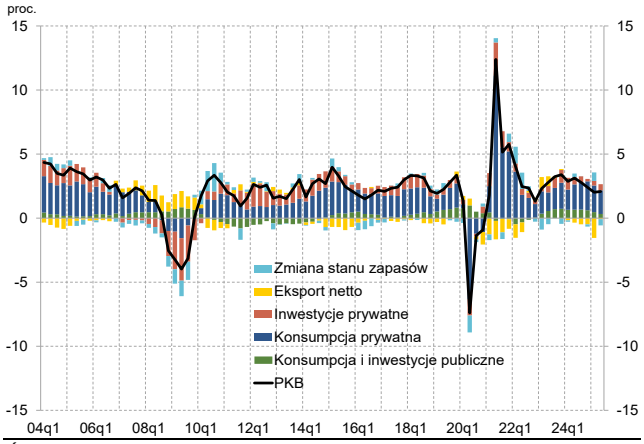
[1] W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w strefie euro wyniosła 0,1% w II kw. br., 0,6% w I kw. br. oraz 0,4% w IV kw. ub.r.

[2] Ponadto 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 II kw. br. wyniosła 0,9% r/r wobec 1,0% r/r w I kw. br. i w IV kw. ub.r.

wyniosła 6,3%, podobnie jak średnio w II kw. br. Równocześnie kontynuowane było spowolnienie wzrostu zatrudnienia, który w ujęciu rocznym był najwolniejszy od czasu pandemii COVID-19 (0,6% w II kw. br.).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w II kw. br. wyniosła 2,1% r/r (wobec 2,0% r/r w I kw. 2025 r.; Wykres 1.3)[3]. Dynamika PKB w II kw. 2025 r. była wspierana przez wzrost popytu wewnętrznego, w tym zwłaszcza konsumpcji prywatnej. Eksport netto miał natomiast nieznacznie ujemny wpływ na wzrost PKB. Jednocześnie sytuacja na rynku pracy pogorszyła się. Wzrost zatrudnienia poza rolnictwem spowolnił[4], a stopa bezrobocia wzrosła do 4,3% w sierpniu 2025 r., tj. poziomu najwyższego od niemal 4 lat.

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

W Chinach dynamika PKB w III kw. 2025 r. wyniosła 4,8% r/r wobec 5,2% r/r w II kw. br. i 5,4% w I kw. br.[5] W III kw. br., pomimo wciąż pesymistycznych nastrojów konsumentów, wkład konsumpcji do wzrostu pozostał relatywnie wysoki (2,7 pkt proc., podobnie jak II kw. br.), na co wpływ miały działania stymulacyjne władz w zakresie polityki gospodarczej. Utrzymał się również wysoki wkład eksportu netto (1,2 pkt proc., podobnie jak w II kw. br.). Jednocześnie zmniejszył się wkład inwestycji (do 0,9 pkt proc. z 1,3 pkt proc. w II kw. br.). Wzrost aktywności gospodarczej nadal ograniczała dekoniunktura na rynku nieruchomości.

W I połowie 2025 r. dynamika aktywności w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro[6] była zróżnicowana. W I kw. 2025 r. PKB wzrósł o 2,4% r/r w Czechach i o 0,7% r/r w Rumunii, a na Węgrzech spadł o 0,3% r/r. W II kw. 2025 r. dynamika PKB w ujęciu

[3] Dynamika PKB w ujęciu kwartalnym podlegała w I połowie br. dużym wahaniom w związku ze zmianami w polityce handlowej. W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych wzrósł w II kw. 2025 r. o 3,8% saar wobec spadku o 0,6% saar w I kw. 2025 r.
[4] Od stycznia 2025 r. do kwietnia 2025 r. łączny wzrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 491 tys. miejsc pracy, podczas gdy od maja 2025 r. do sierpnia 2025 r. wyniósł 107 tys. miejsc pracy.
[5] W ujęciu kwartalnym PKB w Chinach wzrósł o 1,1% w III kw. 2025 r. wobec 1,0% w II kw. i 1,2% w I kw. 2025 r.
[6] Analizowana grupa krajów obejmuje Czechy, Węgry i Rumunię.

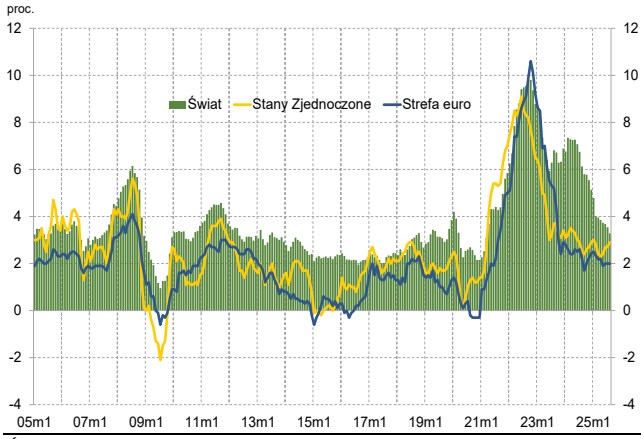
rocznym wzrosła we wszystkich trzech gospodarkach (do 2,6% r/r w Czechach, 2,1% r/r w Rumunii i 0,3% r/r na Węgrzech)[7]. W II kw. br. do wzrostu PKB we wszystkich trzech gospodarkach przyczyniły się konsumpcja prywatna oraz spożycie zbiorowe. W Czechach i Rumunii dodatni wkład do wzrostu miała również zmiana stanu zapasów. W Rumunii w kierunku wyższego PKB oddziaływały także inwestycje. Z kolei eksport netto miał w II kw. br. ujemny wkład do dynamiki PKB we wszystkich trzech gospodarkach. W sierpniu br. stopa bezrobocia w Czechach wyniosła 3,2% (wobec średnio 2,8%w II kw. br.), w Rumunii 5,9% (wobec średnio 6,0% w II kw. br.), a na Węgrzech 4,3% (podobnie jak średnio w II kw. br.).

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu*, inflacja na świecie się obniżyła, zbliżając się do poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19 (Wykres 1.4). Spadek globalnego wskaźnika inflacji od maja do sierpnia 2025 r. nastąpił w warunkach dalszej dezinflacji w części gospodarek wschodzących, pomimo wzrostu dynamiki cen w największych gospodarkach rozwiniętych. Jednocześnie inflacja bazowa w większości gospodarek rozwiniętych pozostaje wyższa niż przed pandemią, w warunkach wciąż podwyższonej dynamiki cen usług (Wykres 1.5). Roczna dynamika cen produkcji w przemyśle w ostatnim okresie była w strefie euro zbliżona do zera, w Stanach Zjednoczonych dodatnia, a w Chinach nadal ujemna (Wykres 1.6).

Inflacja HICP w strefie euro wzrosła we wrześniu 2025 r. do 2,2% r/r (wobec 2,0% r/r w poprzednich trzech miesiącach i 1,9% r/r w maju br.). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zmniejszenie się skali spadku cen energii (do -0,4% r/r we wrześniu br. wobec -3,6% r/r

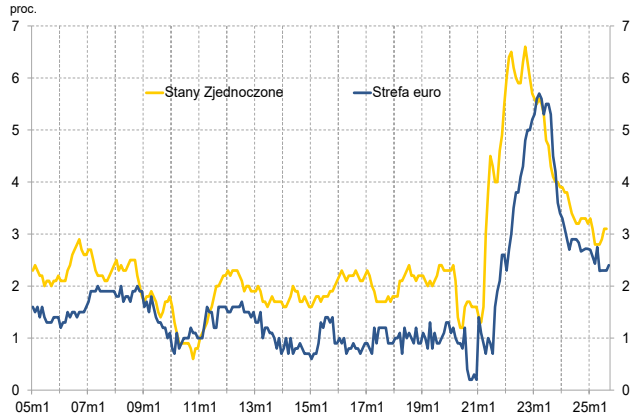
Wykres 1.4 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



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.

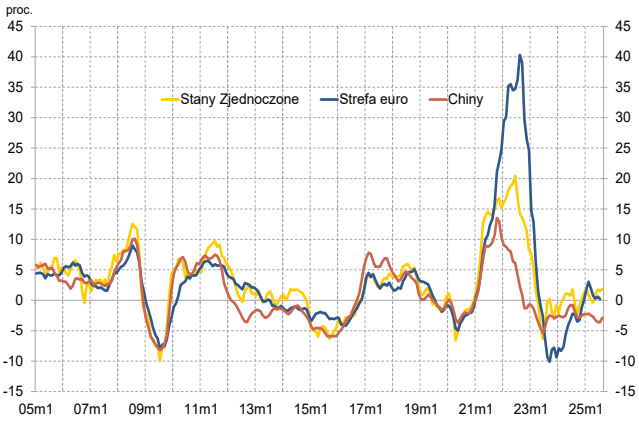
[7] W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w II kw. 2025 r. wyniosła 0,5% w Czechach (wobec 0,7% w I kw. br.), 1,2% w Rumunii (wobec 0,1% w I kw. br.) i 0,5% na Węgrzech (wobec -0,2% w I kw. br.).

w maju br.). Inflacja bazowa także nieznacznie wzrosła (do 2,4% r/r wobec 2,3% r/r obserwowanych w czterech poprzednich miesiącach; Wykres 1.5). Od maja br. nieznacznie wzrosła dynamika towarów przemysłowych przy relatywnie stabilnej dynamice cen usług[8]. W kierunku niższej inflacji oddziaływał z kolei spadek dynamiki cen żywności (3,0% r/r wobec 3,2% r/r w maju br.), w tym zwłaszcza żywności nieprzetworzonej.

W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI wzrosła w sierpniu 2025 r. do 2,9% r/r (z 2,4% r/r w maju 2025 r.)[9], co wynikało ze wzrostu inflacji bazowej oraz dynamik cen energii i żywności. Inflacja bazowa CPI w sierpniu 2025 r. wyniosła 3,1% r/r (wobec 2,8% r/r w maju 2025 r.), przy czym dynamika cen usług kształtowała się na tym samym poziomie co w maju br., a dynamika cen towarów przemysłowych wzrosła[10].

W gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja HICP kształtowała się w zróżnicowany sposób (Wykres 1.7). Od maja do września 2025 r. inflacja obniżyła się w Czechach (do 2,0% r/r z 2,3% r/r) i na Węgrzech (do 4,3% r/r z 4,5% r/r) oraz wzrosła silnie w Rumunii[11] (do 8,6% r/r z 5,4% r/r)[12]. W Czechach i na Węgrzech obniżyły się dynamika cen żywności oraz inflacja bazowa (w Czechach do 2,9% r/r we wrześniu br. z 3,1% r/r w maju br., a na Węgrzech do 4,9% r/r we wrześniu br. z 5,4% r/r w maju br.), natomiast dynamika cen energii się zwiększyła. W Rumunii wzrosły dynamika cen energii, inflacja bazowa (do 8,0% r/r we wrześniu

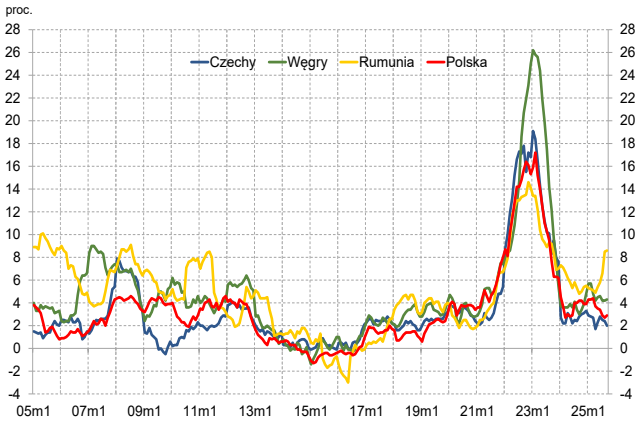
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen produkcji w wybranych gospodarkach (r/r)



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.

[8] We wrześniu 2025 r. dynamika cen usług w strefie euro wyniosła 3,2% r/r (podobnie jak w maju br.), natomiast dynamika cen towarów przemysłowych wyniosła 0,8% r/r (wobec 0,6% r/r w maju 2025 r.).

[9] Z kolei inflacja PCE – do której odnosi się cel inflacyjny Rezerwy Federalnej – wyniosła 2,7% r/r w sierpniu 2025 r. wobec 2,5% w maju 2025 r.

[10] W sierpniu 2025 r. dynamika cen usług wyniosła 3,6% r/r (tak samo jak w maju 2025 r.), natomiast dynamika cen towarów wyniosła 1,5% r/r (wobec 0,3% r/r w maju 2025 r.).

[11] Do silnego wzrostu inflacji w Rumunii przyczyniło się głównie wygaśnięcie w lipcu br. mechanizmu ceny maksymalnej na energię elektryczną, w ramach którego sprzedaż energii elektrycznej gospodarstwom domowym była subsydiowana przez rząd, oraz podniesienie stawek VAT i akcyzy w sierpniu br.

[12] Inflacja CPI także spadła w Czechach i na Węgrzech i wyniosła we wrześniu 2025 r. odpowiednio 2,3% r/r (wobec 2,4% r/r w maju br.) i 4,3% r/r (wobec 4,4% r/r w maju br.). W Rumunii odnotowano wzrost inflacji CPI w tym okresie do 9,9% r/r (wobec 5,5% r/r w maju br.).

br. wobec 5,5% r/r w maju br.) oraz dynamika cen żywności.

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców energetycznych i rolnych w październiku 2025 r. były przeciętnie niższe niż rok wcześniej[13].

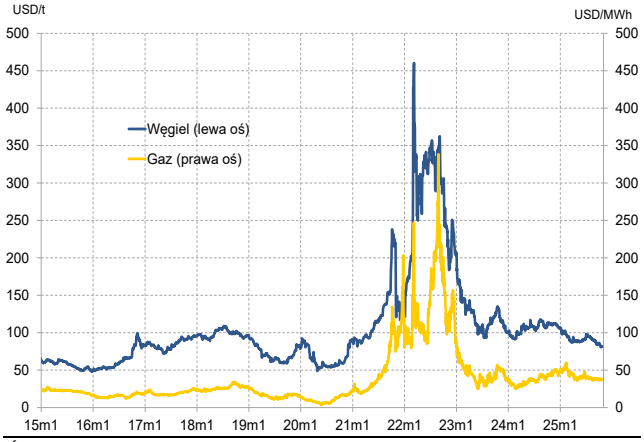
Średnia cena ropy naftowej Brent w październiku 2025 r. była niższa o 16% niż w analogicznym okresie 2024 r. (i o 10% niższa niż w czerwcu br.; Wykres 1.8). Do wyraźnie niższych niż przed rokiem cen ropy przyczyniały się obawy dotyczące perspektyw aktywności w gospodarce światowej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), w szczególności związane ze zmianami polityki handlowej największych gospodarek, a także wyższa podaż tego surowca, w tym w związku z decyzjami OPEC+. Na kształtowanie się cen ropy wpływał także przebieg agresji Rosji przeciw Ukrainie i napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie.

Wykres 1.8 Cena baryłki ropy naftowej Brent

Źródło: dane Bloomberg.

Ceny gazu ziemnego w październiku były niższe o 16% niż rok wcześniej (i o 12% niższe niż w czerwcu br.; Wykres 1.9). Spadkowi europejskich cen tego surowca – oprócz obaw dotyczących koniunktury na świecie – sprzyjała korzystna sytuacja podażowa, pomimo silnie ograniczonych dostaw gazu z Rosji, a także wysoka produkcja energii elektrycznej z innych źródeł, w szczególności odnawialnych. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał wciąż relatywnie niski poziom zapasów gazu w Europie oraz plany Komisji Europejskiej dotyczące wprowadzenia zakazu zawierania nowych umów na import rosyjskiego gazu z końcem 2025 r. Z kolei ceny węgla były niższe o 26% niż przed rokiem (i o 9% niż w czerwcu br.), czemu sprzyjała wysoka światowa podaż tego surowca.

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.

[13] Średnie ceny surowców energetycznych w październiku 2025 r. obliczono na podstawie danych do 21 października 2025 r. Indeks cen surowców rolnych uwzględnia dane do 16 października 2025 r.

Indeks cen surowców rolnych NBP w październiku br. był niższy o 14% niż rok wcześniej (i o 8% niż w czerwcu br.; Wykres 1.10). W ostatnich miesiącach obniżyły się przede wszystkim ceny europejskiej wieprzowiny, odtłuszczonego mleka w proszku i masła na skutek oczekiwanego niższego eksportu w br. oraz pszenicy ze względu na spodziewane wyższe zbiory w sezonie 2025/26.

Wykres 1.10 Indeks cen surowców rolnych

Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen artykułów rolnych wchodzą 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.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

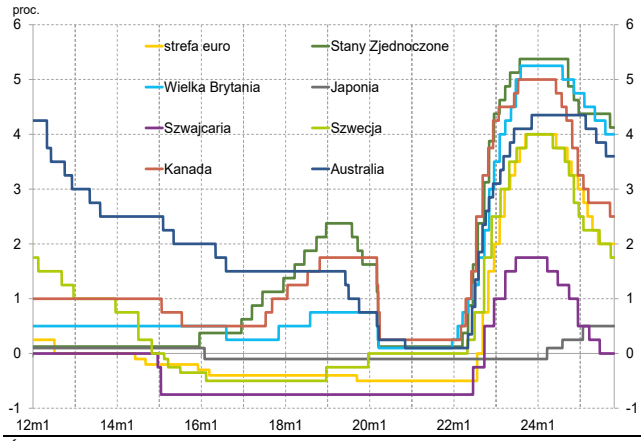
W ostatnich miesiącach większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych obniżyła stopy procentowe lub utrzymywała je na niezmienionym poziomie po wcześniejszych obniżkach. Jednocześnie we wszystkich gospodarkach rozwiniętych stopy procentowe kształtowały się powyżej poziomów sprzed wybuchu pandemii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

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymywał stopę depozytową na poziomie 2,00%, po tym jak od czerwca 2024 r. do czerwca 2025 r. obniżył ją łącznie o 2,00 pkt proc. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) we wrześniu obniżyła przedział dla stopy *fed funds* o 0,25 pkt proc. do 4,00-4,25%. Od września 2024 r., Fed obniżył przedział dla stopy *fed funds* łącznie o 1,25 pkt proc.

W ostatnim okresie wiele banków centralnych pozostałych gospodarek rozwiniętych, w tym Australii, Kanady, Norwegii, Nowej Zelandii, Szwajcarii, Szwecji oraz Wielkiej Brytanii, obniżyło stopy procentowe, natomiast w Japonii utrzymywano stopy procentowe na niezmienionym poziomie.

W regionie Europy Środkowo-Wschodniej banki centralne Czech, Rumunii i Węgier w ostatnich miesiącach utrzymywały stopy procentowe na niezmienionym poziomie po wcześniejszych obniżkach.

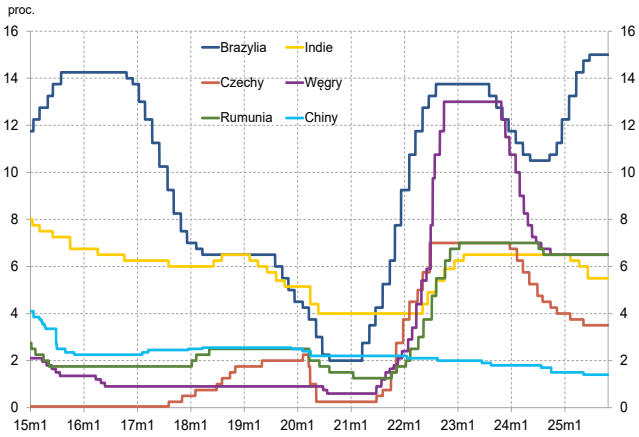
Wykres 1.11 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



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 Target*; dla Indii – stopa repo; dla Chin – stopa reverse repo 7D; dla Czech – stopa repo 2W; dla Rumunii – *Policy rate*; dla Węgier – *base rate*.

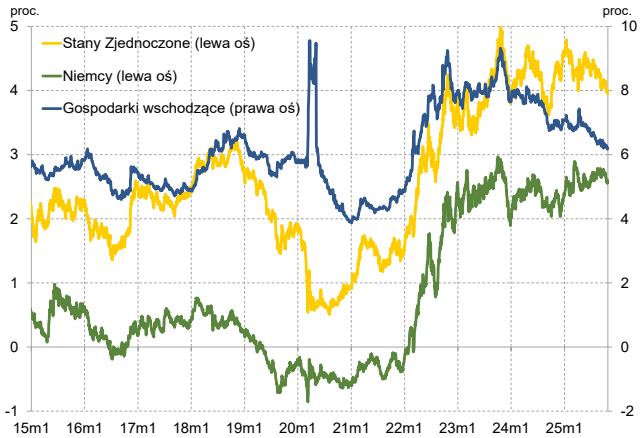
Z kolei spośród pozostałych gospodarek wschodzących w ostatnim okresie część banków centralnych obniżyła stopy procentowe (m.in. w Meksyku i Turcji), część utrzymywała je na niezmienionym poziomie (m.in. w Chile, Chinach i Indiach), a niektóre dokonały podwyżek stóp procentowych (m.in. w Brazylii).

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach na nastroje na światowych rynkach finansowych wpływały w szczególności niepewność dotycząca perspektyw sytuacji gospodarczej – w tym m.in. w związku ze zmianami polityki handlowej i napięciami geopolitycznymi – a także złagodzenie polityki pieniężnej w wielu gospodarkach rozwiniętych, w tym w Stanach Zjednoczonych (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W tych uwarunkowaniach od połowy czerwca 2025 r. rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych obniżyły się (Wykres 1.13). Z kolei indeksy giełdowe na świecie wzrosły i w gospodarkach rozwiniętych były zbliżone do najwyższego poziomu w historii (Wykres 1.14). Jednocześnie dolar amerykański osłabił się 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.

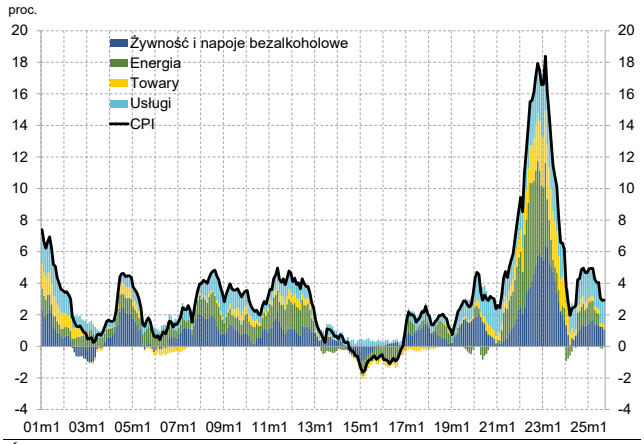
Gospodarki wschodzące – *MSCI Emerging Market Currency Index*, Europa Środkowo-Wschodnia – średnia kursów walut Czech, Rumunii i Węgier względem dolara amerykańskiego, ważona PKB.

2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu*, inflacja CPI obniżyła się do 2,9% r/r we wrześniu 2025 r. z 4,1% r/r w czerwcu br. (wobec celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5% ± 1 pkt proc.; Wykres 2.1). Do spadku inflacji przyczyniło się przede wszystkim wygaśnięcie wpływu częściowego odmrożenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i energii cieplnej dokonanego w lipcu 2024 r., a także – choć w mniejszym stopniu – obniżenie się rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Obniżyła się także inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć była wciąż wyższa od inflacji CPI ogółem. Spadek inflacji CPI był natomiast ograniczany przez wzrost rocznej dynamiki cen paliw.

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

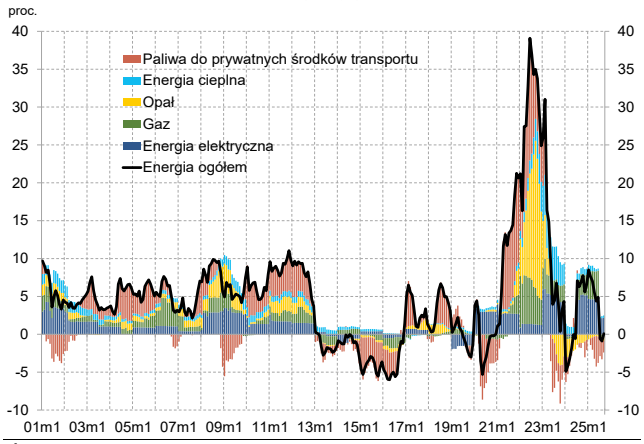


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w okresie czerwiec – sierpień br. była stabilna i kształtowała się na poziomie 4,9% r/r, natomiast we wrześniu br. zmniejszyła się do 4,2% r/r. Spadek ten wynikał głównie z obniżenia się rocznej dynamiki cen żywności nieprzetworzonej ze względu na wyższe tegoroczne krajowe zbiory owoców i warzyw.

Dynamika cen energii obniżyła się do 0,1% r/r we wrześniu br. z 4,9% r/r w czerwcu (Wykres 2.2). Spadek dynamiki cen energii wynikał głównie z wygaśnięcia wpływu częściowego odmrożenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i energii cieplnej w lipcu ub.r. Dodatkowo na spadek dynamiki cen w tej kategorii wpłynęło obniżenie taryf na sprzedaż gazu ziemnego od lipca br. Skalę spadku rocznej dynamiki cen energii ograniczał natomiast wzrost przeciętnego rachunku za energię elektryczną w lipcu br. z powodu przywrócenia pobierania opłaty mocowej.

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



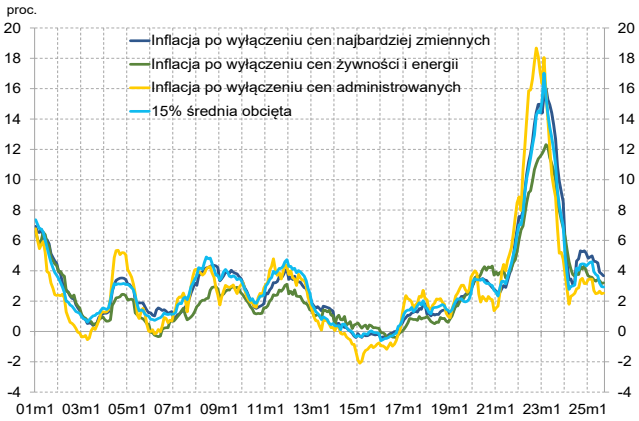
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ponadto wzrosła – na skutek efektu bazy – roczna dynamika cen paliw, choć towarzyszył temu bieżący spadek cen ropy naftowej na rynku światowym i osłabienie 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 do 3,2% r/r we wrześniu br. z 3,4% r/r w czerwcu (Wykres 2.3)[14]. Spadek ten wynikał zarówno z niższej rocznej dynamiki cen usług (5,8% we wrześniu wobec 6,3% w czerwcu), jak i towarów nieżywnościowych (0,8% we wrześniu wobec 0,9% w czerwcu). Na spadek inflacji cen usług złożyło się obniżenie się rocznej dynamiki cen usług rynkowych (do 5,5% we wrześniu z 6,0% w czerwcu) – w tym zwłaszcza usług związanych z wypoczynkiem – oraz usług administrowanych (do 7,1% we wrześniu z 7,6% w czerwcu, głównie na skutek wygasania efektów wcześniejszych podwyżek cen usług kanalizacyjnych). Z kolei niewielki spadek rocznej dynamiki cen towarów nieżywnościowych wynikał głównie z wolniejszego wzrostu cen zaopatrywania w zimną wodę. Towarzyszyła temu stabilna, niska dynamika cen towarów rynkowych oraz wciąż podwyższona dynamika cen towarów akcyzowych.

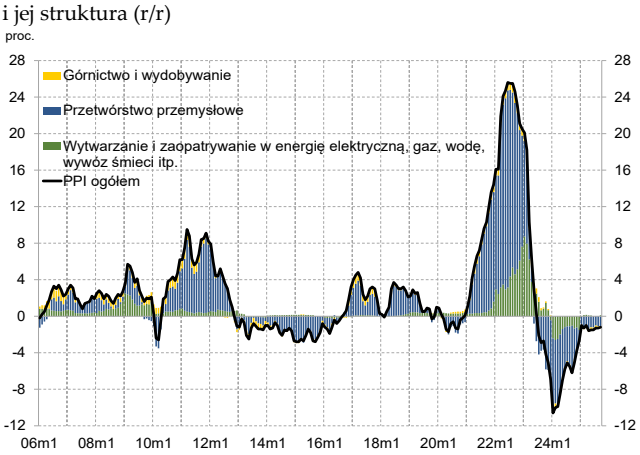
W ostatnich miesiącach roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu była nadal ujemna. Skala spadku cen nieco się jednak zmniejszyła (-1,2% r/r we wrześniu wobec -1,5% r/r w czerwcu br.; Wykres 2.4) przede wszystkim w następstwie płytszego spadku cen w produkcji koksu i przetwórstwie ropy. Ceny producenta nadal obniżały się w ujęciu rocznym w większości działów przemysłu. W szczególności spadały ceny dóbr energetycznych, co ograniczało dynamikę cen

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



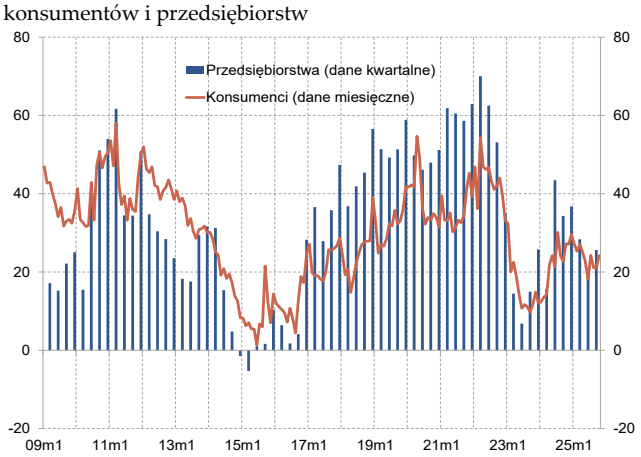
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

[14] Większość pozostałych miar inflacji bazowej także obniżyła się w ostatnich miesiącach. We wrześniu br. inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wyniosła 3,7% r/r (wobec 4,5% r/r w czerwcu br.), a 15% średnia obcięta wyniosła 2,9% r/r (wobec 3,7% r/r). Z kolei inflacja po wyłączeniu cen administrowanych we wrześniu nie zmieniła się względem czerwca br. (2,5% r/r).

produkcji na dalszych etapach łańcucha tworzenia wartości.

W ostatnim okresie statystyki bilansowe, odzwierciedlające ankietowe opinie na temat przyszłych zmian cen formułowane przez konsumentów (w październiku br.) i przedsiębiorstwa (we wrześniu br.), były wyższe niż w czerwcu 2025 r. (Wykres 2.5). Obie te statystyki kształtują się jednak nadal poniżej długookresowych średnich.

Prognozy inflacji formułowane przez ekspertów zewnętrznych w horyzontach 4 i 8 kwartałów – zgodnie z wynikami Ankiety Makroekonomicznej i ankiety agencji Reuters z września br. – były na podobnych poziomach, jak w czerwcu br. (Tabela 2.1). We wrześniu br. analitycy rynkowi ankietowani przez Reuters oczekiwali, że w najbliższych kwartałach inflacja CPI będzie kształtowała się w pobliżu 3%, przy czym od III kw. 2026 r. będzie systematycznie spadać, a od II kw. 2027 r. ustabilizuje się na poziomie 2,5% (Wykres 2.6).

2.2 Popyt i produkcja

Roczna dynamika PKB w Polsce w II kw. br. wyniosła 3,3% (wobec 3,2% w I kw. br.; Wykres 2.7). W kierunku wzrostu dynamiki PKB oddziaływało przyspieszenie konsumpcji prywatnej oraz zmniejszenie się skali ujemnego wkładu eksportu netto. Z kolei wkład zmiany zapasów do dynamiki PKB był niższy niż w poprzednim kwartale, choć pozostał dodatni. Jednocześnie inwestycje spadły w ujęciu rocznym, po wzroście w I kw. br. Napływające dane wskazują na kontynuację wzrostu aktywności gospodarczej w III kw. br., w tym utrzymywanie się wzrostu popytu konsumpcyjnego.

W II kw. br. dynamika spożycia gospodarstw domowych zwiększyła się do 4,5% r/r (wobec 2,6% r/r w I kw. br.; Wykres 2.8). Wyższej dynamice sprzyjały późniejszy niż w 2024 r. termin Świąt Wielkanocy oraz poprawa nastrojów

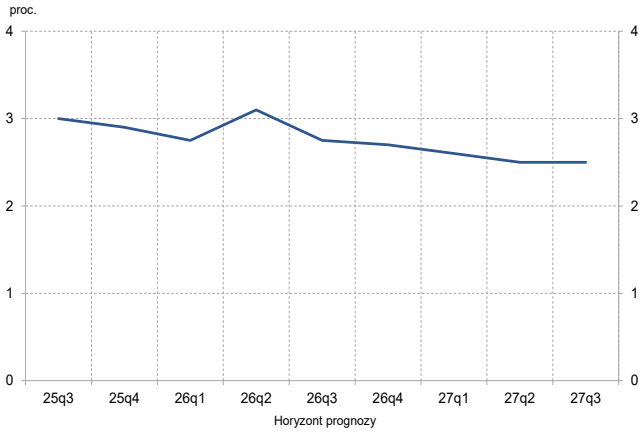
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

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

Źródło: dane NBP i LSEG Datastream.

Oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych przedstawiają medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters w ostatnim miesiącu kwartału. 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.

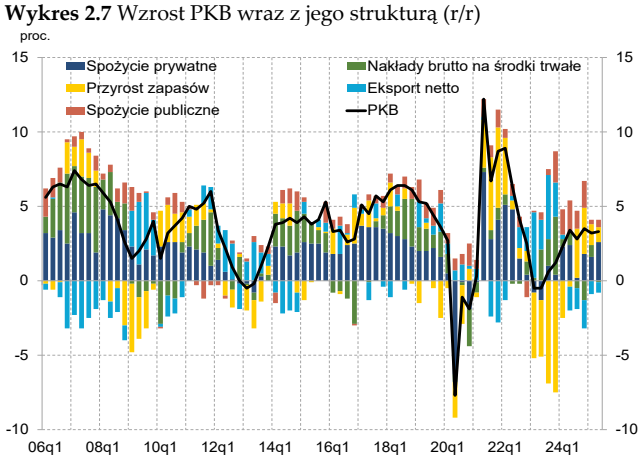
Wykres 2.6 Prognozy inflacji według analityków rynkowych ankietowanych we wrześniu 2025 r.



Źródło: dane LSEG Datastream.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters.

Wykres 2.7 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



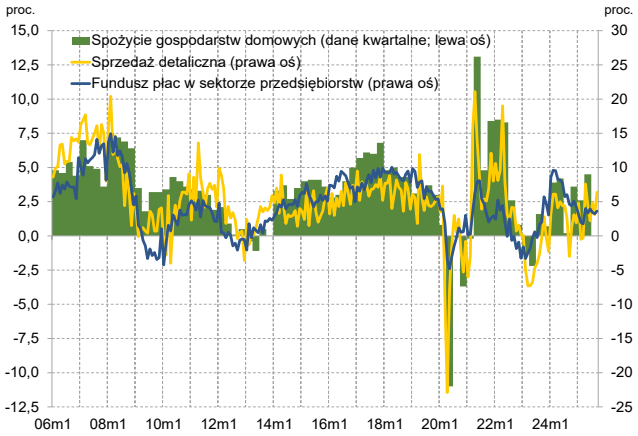
Źródło: dane GUS.

konsumenckich (Wykres 2.9). W kierunku wyższych wydatków gospodarstw domowych oddziaływał również wciąż wyraźny wzrost realnych wynagrodzeń (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*).

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w II kw. br. wyraźnie się obniżyła (wyniosła -0,7% r/r wobec 6,4% r/r w I kw. br.). W ostatnich kwartałach na zmienność dynamiki inwestycji prawdopodobnie wpływały wydatki publiczne związane z zakupami sprzętu wojskowego. Jednocześnie w II kw. w ograniczonym tempie rosły inwestycje samorządowe, jak również inwestycje w ramach Krajowego Programu Odbudowy. Natomiast dane ze sprawozdań finansowych wskazują na niewielki wzrost realnej dynamiki inwestycji średnich i dużych przedsiębiorstw, który wynikał z wyższych nakładów na inwestycje w maszyny i urządzenia oraz środki transportu, przy utrzymującej się ujemnej dynamice inwestycji budowlanych. W podziale na sektory, roczna dynamika inwestycji w przedsiębiorstwach w przetwórstwie przemysłowym nieco wzrosła, choć pozostała ujemna. Jednocześnie m.in. w firmach transportowych, usługowych i energetycznych dynamika inwestycji przyspieszyła.

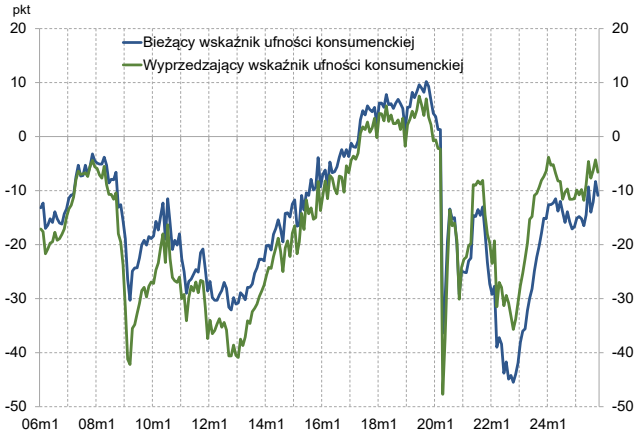
W II kw. zmniejszyła się skala ujemnego wkładu eksportu netto do PKB (do -0,7 pkt proc. z -0,9 pkt proc. w I kw. br.). Wzrost eksportu nieznacznie spowolnił i pozostał ograniczony przy wciąż osłabionym popycie zewnętrznym. Dynamika importu również się obniżyła, lecz – w warunkach relatywnie wysokiej dynamiki popytu krajowego – była nadal wyższa od dynamiki eksportu. Dane o nominalnej wartości handlu towarami[15] wskazują na wzrost rocznej dynamiki eksportu nieznacznie powyżej zera, za co odpowiadała niewielka poprawa eksportu towarów do krajów strefy euro (Wykres 2.10).

Wykres 2.8 Dynamika realna spożycia gospodarstw domowych, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



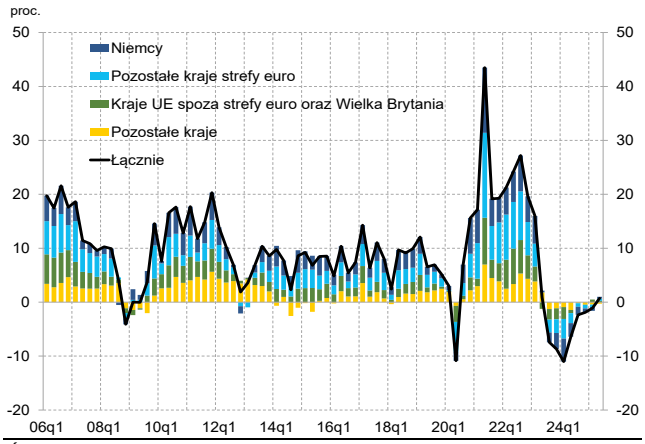
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

Wykres 2.10 Dynamika nominalnej wartości eksportu oraz jej struktura w podziale geograficznym (r/r)

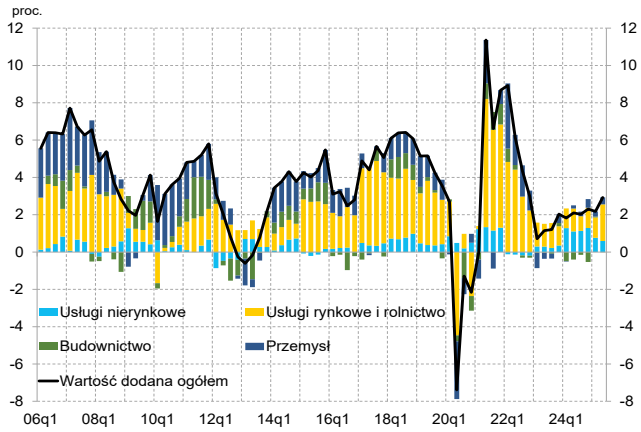


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.
Nominalna dynamika polskiego eksportu towarów w złotych.

[15] Nominalne dynamiki importu i eksportu towarów według danych GUS.

Dynamika wartości dodanej brutto (WDB) wyniosła w II kw. br. 2,9% r/r (wobec 2,2% r/r w I kw. br.; Wykres 2.11). Wzrost WDB przyspieszył w przemyśle oraz usługach rynkowych i rolnictwie. Natomiast w budownictwie WDB nieznacznie obniżyła się w ujęciu rocznym.

Wykres 2.11 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



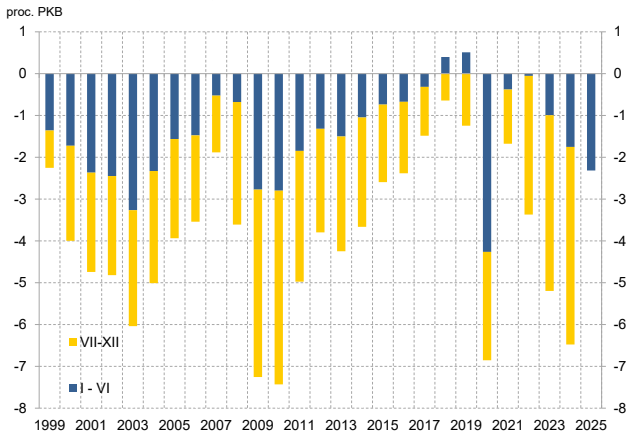
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Napływające dane za III kw. br. wskazują na utrzymanie się wzrostu popytu konsumpcyjnego – sprzedaż detaliczna wzrosła w III kw. o 4,3% r/r wobec 5,8% r/r w II kw. br. (kiedy oddziaływał dodatni efekt ruchomych Świąt Wielkanocy) i nastąpiła dalsza poprawa nastrojów konsumenckich. Jednocześnie w III kw. br. przyspieszył wzrost produkcji przemysłowej (do 5,5% r/r wobec 1,8% r/r w II kw. br.), natomiast średnia dynamika produkcji budowlano-montażowej pozostała ujemna (wyniosła -2,0% r/r w III kw. wobec -1,5% r/r[16] w II kw. br.).

2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w I połowie 2025 r. wyniósł 90,4 mld zł (2,3% PKB), wobec deficytu 64,0 mld zł (1,8% PKB) w I połowie 2024 r. (Wykres 2.12). Do pogłębienia deficytu w znacznej mierze przyczyniło się zwiększenie wydatków publicznych, w tym kosztów związanych z zatrudnieniem (wzrost o 9,1% r/r), w szczególności w ochronie zdrowia i jednostkach samorządu terytorialnego, oraz na świadczenia społeczne pieniężne (wzrost o 11,2% r/r)[17]. Do wzrostu deficytu w analizowanym okresie przyczyniły się także wyższe niż rok wcześniej koszty obsługi zadłużenia (wzrost o 25,6% r/r).

Wykres 2.12 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat, GUS, obliczenia NBP.
Wynik sektora za poszczególne półrocza odniesiony do rocznego PKB. PKB za 2025 r. na podstawie jesiennej notyfikacji fiskalnej.

Według danych MF, w okresie styczeń-wrzesień br. w budżecie państwa wystąpił deficyt

[16] Dynamiki kwartalne produkcji budowlano-montażowej obliczone na podstawie dynamik miesięcznych.
[17] Świadczenia społeczne pieniężne wzrosły w szczególności w związku ze świadczeniem wspierającym, które od stycznia 2024 r. stopniowo rozszerza zakres wcześniejszego wsparcia dla osób z niepełnosprawnościami, dodatkiem dopełniającym do renty socjalnej wprowadzonym w maju 2025 r., oraz programem „Aktywny Rodzic", który od października 2024 r. zastąpił „Rodzinny kapitał opiekuńczy" i dofinansowanie do żłobka.

w wysokości 201,4 mld zł, wobec deficytu 107,3 mld zł w tym samym okresie 2024 r. Pogorszenie wyniku było w części efektem reformy dochodów jednostek samorządu terytorialnego, zgodnie z *Ustawą z dnia 1 października 2024 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego*, która skutkowała m.in. zmianą harmonogramu przekazywania przez budżet środków dla samorządów i ich większą koncentracją w pierwszych miesiącach roku. Na pogorszenie wyniku budżetu państwa wpłynęło również przekazanie dotacji w okresie styczeń-wrzesień w wysokości 50,1 mld zł do Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz Polskiego Funduszu Rozwoju na sfinansowanie wykupu zapadających obligacji wyemitowanych w latach 2020-2021. Budżet państwa przekazywał także znacznie wyższe niż przed rokiem dotacje dla Narodowego Funduszu Zdrowia – wydatki budżetu na dotacje w dziale „Ochrona Zdrowia" w okresie styczeń-sierpień br. wyniosły 27,3 mld zł (109,9% planu z *Ustawy budżetowej na rok 2025*, 85,9% po zmianach), wobec kwoty 8,6 mld w analogicznym okresie 2024 r.

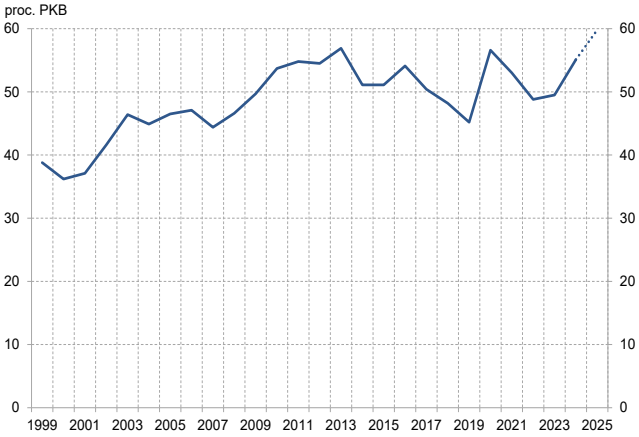
Jednocześnie na wysoki poziom deficytu budżetu państwa w omawianym okresie oddziaływała niska dynamika dochodów podatkowych budżetu państwa. W okresie styczeń-wrzesień br. dochody te spadły o 11,1% r/r, podczas gdy kwota dochodów podatkowych założona w *Ustawie budżetowej na rok 2025* jest o 2,7% wyższa od dochodów zrealizowanych w 2024 r. W szczególności dotyczyło to wpływów z VAT, które w okresie styczeń-wrzesień br. wzrosły o 10,6% r/r, podczas gdy przyjęty w ustawie plan dochodów jest o 21,5% wyższy od realizacji w 2024 r. Relatywnie niska realizacja wpływów z VAT w części była efektem niższej od zakładanej dynamiki nominalnego spożycia prywatnego – w *Uzasadnieniu* do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2026* Ministerstwo Finansów szacuje, że dynamika ta będzie niższa o 2,4 pkt proc. w stosunku do prognozy zawartej w *Ustawie budżetowej na rok 2025*. W *Uzasadnieniu* do projektu

Ustawy budżetowej na rok 2026 Ministerstwo Finansów szacuje, że dochody podatkowe budżetu państwa w 2025 r. będą o 34,5 mld zł niższe od planu, natomiast dochody niepodatkowe będą o ok. 5 mld zł wyższe. Jednocześnie Ministerstwo oczekuje, że wydatki budżetu państwa będą istotnie niższe od zakładanych w ustawie budżetowej, w związku z czym, pomimo ubytku dochodów, deficyt nie przekroczy limitu ustawowego 288,8 mld zł.

Zgodnie z szacunkiem rządowym zawartym w jesiennej notyfikacji fiskalnej, wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w 2025 r. wyniesie -6,9% PKB, wobec -6,5% PKB w 2024 r. Według prognozy zawartej w *Średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym na lata 2025-2028* z października ub.r. wynik sektora w 2025 r. miał wynieść -5,5% PKB, z kolei notyfikacja fiskalna z kwietnia br. przewidywała wartość -6,3% PKB.

Zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w relacji do PKB na koniec 2025 r. wyniesie 59,8%, wobec poziomu 55,1% PKB na koniec 2024 r. (Wykres 2.13).

Wykres 2.13 Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010

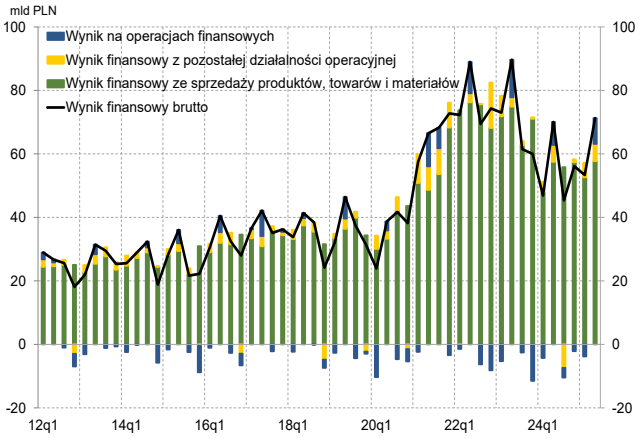


Źródło: dane Eurostat, Ministerstwa Finansów.
Dane za 2025 rok na podstawie jesiennej notyfikacji fiskalnej.

2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W II kw. 2025 r. zagregowany wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych[18] wzrósł o 1,7% r/r (wobec 13,9% r/r w I kw. br.; Wykres 2.14)[19] przy relatywnie stabilnym wyniku ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (0,4% r/r) oraz niewielkim wzroście wyniku z pozostałej działalności operacyjnej (2,4% r/r)[20].

Wykres 2.14 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych i jego składowe

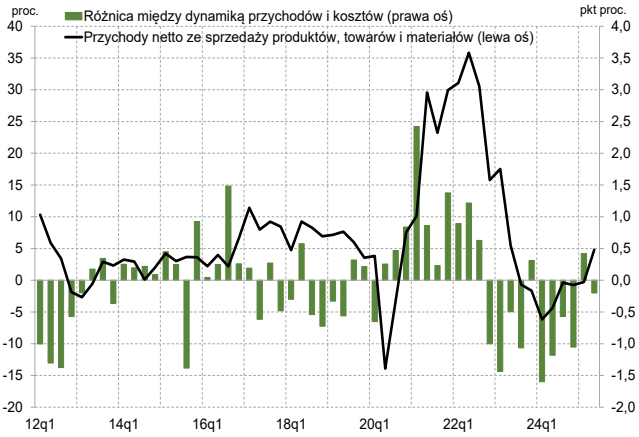


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.
Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

[18] Dane przedstawione w rozdziale dotyczą podmiotów objętych sprawozdaniem GUS F-01/I-01, w których liczba pracujących wynosi 50 lub więcej osób.
[19] W II kw. 2025 r. wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych wyniósł 71,2 mld zł wobec 53,3 mld zł w I kw. br. i 70,0 mld zł w II kw. 2024 r. Na wynik całego sektora istotnie wpłynął zysk sekcji obejmującej wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych, który wyniósł 15,0 mld zł i był o 5,4 mld zł wyższy niż w analogicznym okresie ub.r.
[20] Z kolei dynamika wyniku na operacjach finansowych w II kw. 2025 r. wyniosła 11,9% r/r, na co wpłynął w szczególności wzrost przychodów z tytułu dywidend i udziału w zyskach.

Brak wyraźnej poprawy wyniku finansowego ze sprzedaży w II kw. 2025 r. względem II kw. 2024 r. – mimo pierwszego od kilku kwartałów wzrostu przychodów ze sprzedaży (4,8% r/r) – wynikał z silniejszego wzrostu odpowiadających im kosztów (5,0% r/r; Wykres 2.15). Koszty działalności operacyjnej zwiększyły się głównie na skutek wzrostu kosztów pracy (11,6% r/r; por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*) i usług obcych (10,3% r/r). Pierwszy raz od dwóch lat do wzrostu kosztów działalności przedsiębiorstw przyczyniły się również rosnące koszty towarów przeznaczonych do dalszej odsprzedaży (2,6% r/r) oraz surowców i materiałów (2,8% r/r). Jednocześnie wzrost przychodów ze sprzedaży wynikał zarówno ze zwiększenia sprzedaży krajowej (5,5% r/r), jak i – w mniejszym stopniu – sprzedaży zagranicznej (2,4% r/r).

Wykres 2.15 Dynamika przychodów netto ze sprzedaży wraz z jej odchyleniem od dynamiki 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 trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Rentowność sektora przedsiębiorstw w II kw. 2025 r. była niższa niż rok wcześniej (Tabela 2.2) i – po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych – utrzymywała się na niskim poziomie. Spadek rentowności obrotu netto w ujęciu rocznym wystąpił w większości sekcji gospodarki. Niższy niż przed rokiem był również odsetek firm rentownych oraz odsetek firm o rentowności powyżej 5%.

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	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	4,8	5,8	6,1	5,5	3,9	4,8	4,6	4,4	4,3	4,6
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	3,7	5,7	5,0	4,3	2,8	4,8	2,8	3,1	3,4	4,5
Odsetek firm rentownych	66,1	65,3	68,1	68,0	68,1	64,6	65,9	66,3	65,7	64,7	64,2
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	35,3	39,4	42,6	41,3	42,2	37,5	39,1	38,9	38,0	36,4	36,4
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	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	1,4
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	2,3	2,1	3,7	3,8	3,1	1,8	3,1	1,8	2,1	2,1	3,0
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	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.

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

Wyniki badań ankietowych NBP[21] wskazują, że w III kw. br. sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw – na tle ocen historycznych – była osłabiona. Zwiększył się przy tym optymizm przedsiębiorstw co do jej perspektyw, w szczególności w horyzoncie rocznym.

[21] *„Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw"*, październik 2025 r.

2.5 Rynek pracy

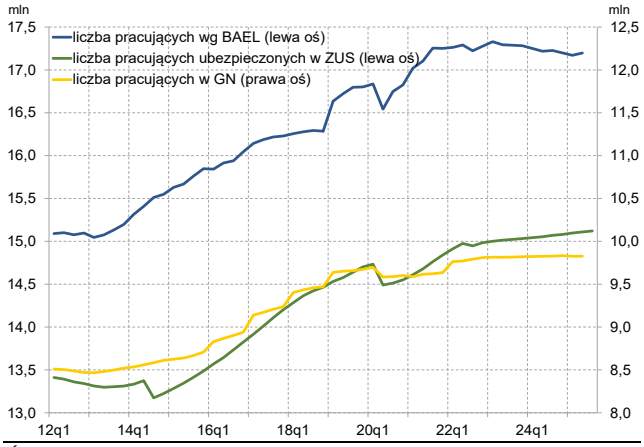
Na rynku pracy w ostatnim okresie utrzymywało się niskie bezrobocie, przy zbliżonej do notowanej rok wcześniej liczbie pracujących w gospodarce i spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (SP). Jednocześnie dynamika wynagrodzeń spowolniła, choć była nadal podwyższona.

Liczba pracujących według BAEL oraz według danych sprawozdawczych GUS dotyczących gospodarki narodowej (GN) w II kw. br. nie zmieniła się w ujęciu rocznym (Wykres 2.16). Z kolei w SP przeciętne zatrudnienie w dalszym ciągu się obniżało (spadek o 0,7% r/r w II kw. i o 1,3% r/r w III kw. br.; Wykres 2.17). Jednocześnie według danych ZUS liczba zatrudnionych na podstawie umów o pracę pozostawała 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 0,4% r/r w II kw. br. i o 0,3% r/r w III kw. br.).

Dostępne miary liczby wakatów w gospodarce – w tym liczba ofert pracy zgłoszonych do powiatowych urzędów pracy[22], badanie popytu na pracę GUS, a także Barometr Ofert Pracy BIEC – wskazywały na ograniczony popyt na nowych pracowników w ostatnim okresie. Jednocześnie według wyników badań ankietowych NBP[23] perspektywy zatrudnienia w horyzoncie kwartału i roku nieco się pogorszyły.

Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w ostatnich miesiącach, jednak była nadal niska (5,7% we wrześniu br., dane odsezonowane). W kierunku wzrostu stopy bezrobocia rejestrowanego oddziaływały w szczególności zmiany regulacyjne, w tym złagodzenie warunków dotyczących zachowania statusu

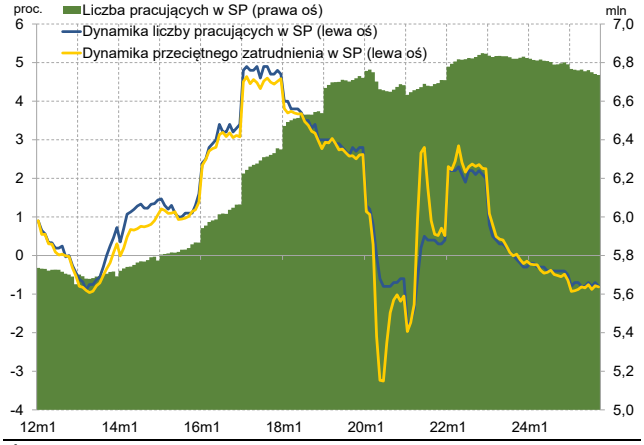
Wykres 2.16 Liczba pracujących według BAEL, według danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN) oraz według danych ZUS, dane odsezonowane



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 aktualizację populacji o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego z 2021 r., jak również zmianę metodyki BAEL, szereg opisujący liczbę pracujących wg BAEL zawiera nieciągłości w I kw. 2019 r. oraz w I kw. 2021 r.

Wykres 2.17 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących oraz przeciętnego zatrudnienia 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 przeciętnego zatrudnienia, nie jest wyrażana w przeliczeniu na pełne etaty oraz obejmuje pracowników przebywających na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych lub macierzyńskich.

[22] Należy przy tym wskazać, że w kierunku niższej dynamiki liczby ofert pracy zgłoszonych do powiatowych urzędów pracy w ostatnim okresie oddziaływały m.in. zmiany regulacyjne.
[23] *„Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw"*, październik 2025 r.

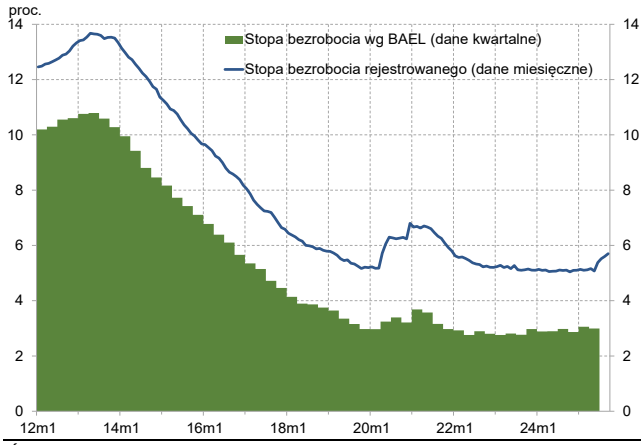
bezrobotnego[24]. Jednocześnie stopa bezrobocia według BAEL była zbliżona do najniższego poziomu w historii i wyniosła 3,0% w II kw. br. (wobec 3,1% w I kw. br., dane odsezonowane; Wykres 2.18).

W II kw. 2025 r. roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia w GN spadła do 8,8% w ujęciu nominalnym (z 10,0% w I kw. br.), a w ujęciu realnym spowolniła do 4,8% (z 5,1% w I kw. br.). Z kolei w SP w III kw. br. roczna dynamika płac w ujęciu nominalnym spadła do 7,1% (wobec 8,2% w I kw. i 9,2% w II kw. br.; Wykres 2.19), a w ujęciu realnym obniżyła się do 4,2% (wobec 3,3% w I kw. i 5,2% w II kw. br.). Według wyników badań ankietowych NBP[25] odsetek firm planujących podniesienie wynagrodzeń jest zbliżony do wieloletniej średniej[26], a przeciętna skala planowanych podwyżek jest niższa od wieloletniej średniej.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce – mimo nieznacznego osłabienia wzrostu wydajności pracy – obniżyła się (do 5,5% r/r w II kw. br. z 5,9% r/r w I kw. br.) w ślad za obniżeniem dynamiki nominalnych wynagrodzeń.

Zgodnie z danymi ZUS na koniec września 2025 r. ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce objętych było około 1,27 mln cudzoziemców (wzrost o 7,6% r/r), z czego 839 tys. posiadało obywatelstwo ukraińskie, a 137 tys. – białoruskie.

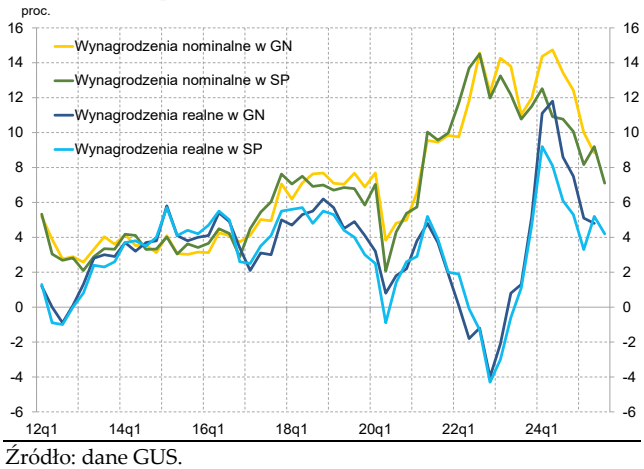
Wykres 2.18 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na aktualizację populacji o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego z 2021 r., jak również zmianę metodyki BAEL, szereg opisujący stopę bezrobocia wg BAEL zawiera nieciągłości w I kw. 2019 r. oraz I kw. 2021 r.

Wykres 2.19 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.

2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływały w szczególności nastroje na światowych rynkach finansowych oraz obniżenie stóp procentowych

[24] Od 1 czerwca 2025 r. obowiązują przepisy ustawy z 20 marca 2025 r. o rynku pracy i służbach zatrudnienia, które m.in. zlikwidowały możliwość utraty statusu bezrobotnego z powodu niestawiennictwa w urzędzie i braku powiadomienia o uzasadnionej przyczynie w ciągu 7 dni, co wpłynęło na znaczący spadek liczby wyrejestrowań z ewidencji bezrobotnych.

[25] *„Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw"*, październik 2025 r.

[26] Średnia wieloletnia liczona od I kw. 2015 r.

NBP w ostatnich miesiącach (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*; Wykres 2.20).

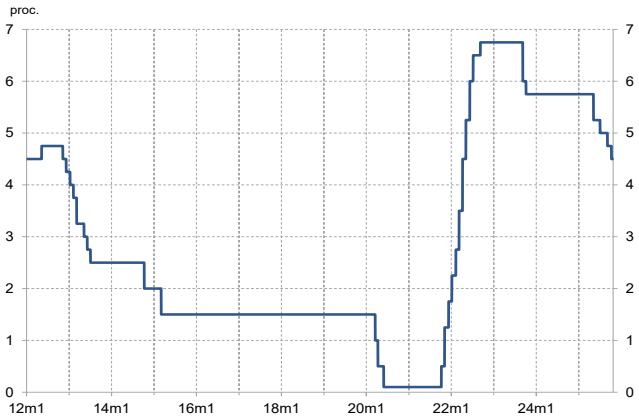
W ostatnim okresie rentowności polskich obligacji skarbowych – pomimo napływających informacji o perspektywie wzrostu wskaźników zadłużenia sektora finansów publicznych w Polsce – obniżyły się, czemu sprzyjał spadek stóp procentowych NBP (Wykres 2.21). Jednocześnie kurs złotego umocnił się wobec dolara amerykańskiego (w październiku br.[27] średniomiesięczny kurs złotego był o około 1% silniejszy niż w czerwcu br.), natomiast względem euro kształtował się na podobnym poziomie jak w czerwcu br. (Wykres 2.22).

Na rynku mieszkaniowym roczna dynamika średnich nominalnych cen transakcyjnych w II kw. 2025 r. obniżyła się i wyniosła 2,4% (wobec 7,1% w I kw. 2025 r.[28]; Wykres 2.23)[29]. W kierunku wyższych niż rok wcześniej cen nieruchomości nadal oddziaływał wzrost kosztów ich budowy, w tym cen ziemi i kosztów pracy. Z kolei ograniczająco na dynamikę cen wpływała wysoka liczba mieszkań znajdujących się w ofercie sprzedaży przy utrzymywaniu się liczby sprzedanych mieszkań poniżej wieloletniej średniej[30].

2.7 Pieniądz i kredyt[31]

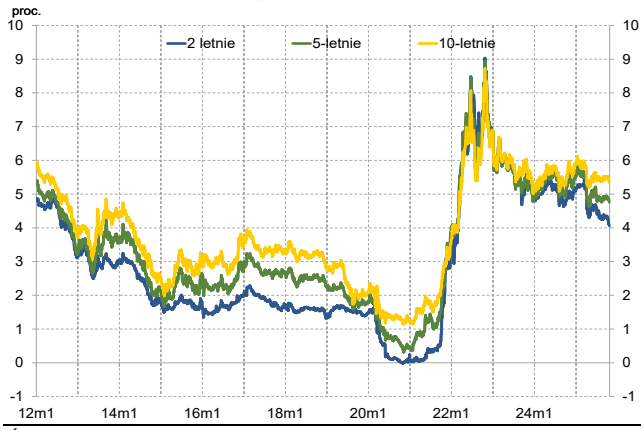
Dynamika agregatu M3 w III kw. 2025 r. wyniosła 11,1% r/r (wobec 10,7% r/r w II kw. br.; Wykres 2.24). Do wzrostu tego agregatu przyczynił się głównie przyrost depozytów gospodarstw domowych, przy znacznie

Wykres 2.20 Stopa referencyjna NBP



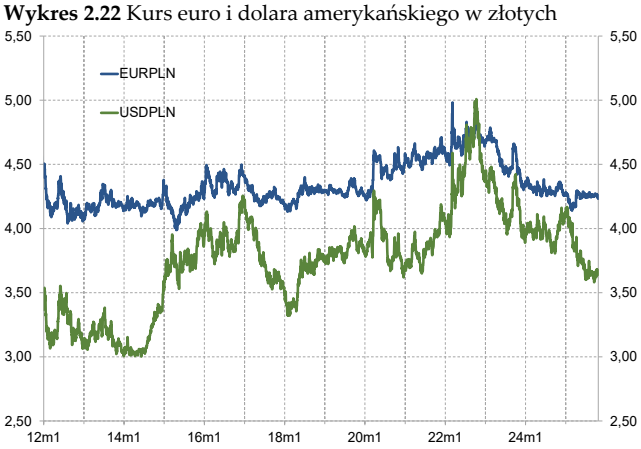
Źródło: dane NBP.

Wykres 2.21 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.22 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

[27] Średnie wartości kursu złotego w październiku br. obliczono na podstawie danych do 23 października br.

[28] 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 II kw. 2025 r. -0,2% kw/kw (wobec -0,1% kw/kw w I kw. 2025 r.). Dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do II kw. 2025 r. obejmują transakcje zawarte w okresie marzec– maj 2025 r.

[29] 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.*

[30] Na podstawie danych dotyczących rynku pierwotnego w agregacie następujących aglomeracji: Kraków, Łódź, Poznań, Trójmiasto, Warszawa, Wrocław.

[31] 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.

mniejszym – choć rosnącym – wkładzie depozytów przedsiębiorstw[32] oraz gotówki w obiegu[33].

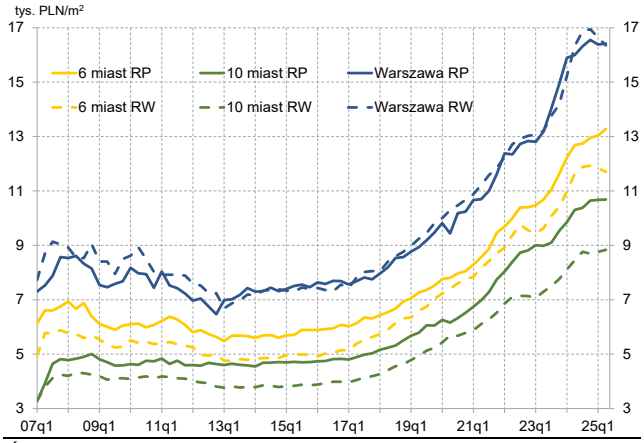
Tempo wzrostu zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w III kw. 2025 r. wyniosło 3,7% r/r (wobec 3,5% r/r w II kw. br.; Wykres 2.25). W tym czasie dynamika kredytów mieszkaniowych przyspieszyła do 2,9% r/r (z 2,5% r/r w II kw. br.). Przyspieszenie dynamiki kredytów mieszkaniowych wynikało z szybszego wzrostu kredytów w złotych, czemu sprzyjał m.in. spadek ich średniego oprocentowania – w tym w warunkach niższych stóp procentowych NBP (por. rozdz. 2.6 *Rynki finansowe i ceny aktywów*) – a także wzrost nominalnych wynagrodzeń (por. rozdz. 2.5. *Rynek pracy*), który oddziaływał w kierunku zwiększenia zdolności kredytowej gospodarstw domowych. Natomiast ograniczająco na dynamikę kredytów mieszkaniowych nadal wpływało zmniejszanie się stanu kredytów walutowych. Dynamika zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych wzrosła do 8,8% r/r w III kw. 2025 r. (z 7,8% r/r w II kw. 2025 r.), w warunkach utrzymującego się wzrostu popytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*).

Dynamika zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw przyspieszyła do 8,4% r/r w III kw. 2025 r. (wobec 6,4% r/r w II kw. br.; Wykres 2.26). Złożył się na to wzrost dynamiki zarówno kredytów o charakterze inwestycyjnym (do 7,8% r/r w III kw. 2025 r. wobec 6,3% r/r w II kw. br.), jak i kredytów bieżących (do 9,1% r/r wobec 6,1% r/r w II kw. br.).

2.8 Bilans płatniczy[34]

Saldo rachunku bieżącego oraz kształtowanie się pozostałych wskaźników nierównowagi

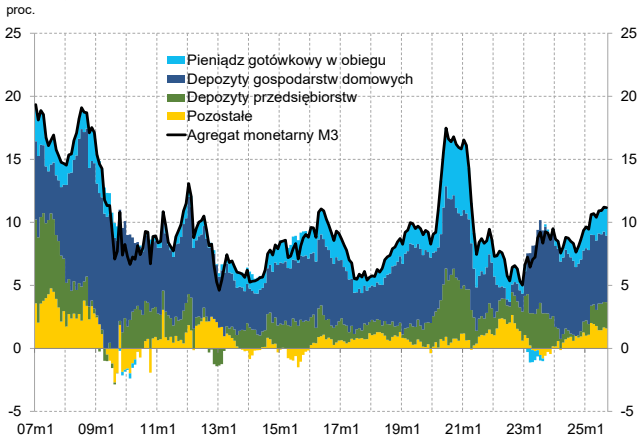
Wykres 2.23 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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.

Wykres 2.24 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).

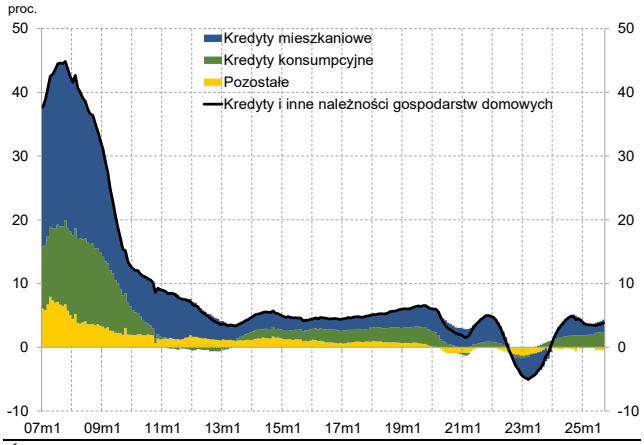
[32] W III kw. dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 10,2% r/r (wobec 10,3% r/r w II kw.), a depozytów przedsiębiorstw 10,0% r/r (wobec 8,0% r/r w II kw.).
[33] W III kw. br. tempo przyrostu gotówki w obiegu kształtowało się na poziomie 12,4% r/r (wobec 11,0% r/r w II kw. br.).
[34] W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki.

W II kw. 2025 r. saldo rachunku bieżącego się obniżyło (wyniosło -0,7% PKB wobec -0,4% PKB w I kw. br.; Wykres 2.27). Podobnie jak w poprzednich kwartałach, obniżenie się tego salda wynikało przede wszystkim z pogłębienia się deficytu obrotów towarowych (do 1,4% PKB w II kw. br. wobec 1,2% PKB w I kw. 2025 r.). Przyczyniła się do tego niższa dynamika wartości eksportu niż importu towarów w warunkach nadal osłabionej koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski przy relatywnie wysokim wzroście popytu krajowego (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* i rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Jednocześnie nieznacznie zmniejszyło się saldo usług (wyniosło 4,4% PKB wobec 4,5% PKB w I kw. 2025 r.). Deficyt na rachunku dochodów pierwotnych – kształtowany głównie przez dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce – nieznacznie się pogłębił (do 3,5% PKB z 3,4% PKB w I kw. 2025 r.). Jednocześnie saldo rachunku finansowego w II kw. 2025 r. ponownie się obniżyło (wyniosło -1,4% PKB wobec -1,1% PKB w I kw. br.).

Na koniec II kw. 2025 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB wyniosła -31% (Tabela 2.3). Z kolei zadłużenie zagraniczne brutto w relacji do PKB utrzymało się na poziomie 51%, pozostając wyraźnie poniżej wieloletniej średniej.

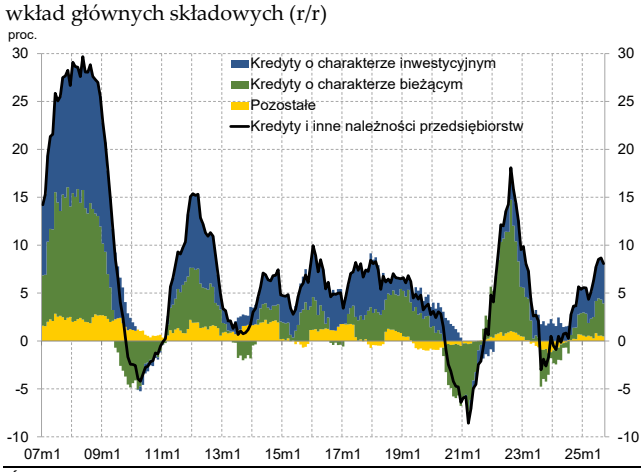
Wykres 2.25 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

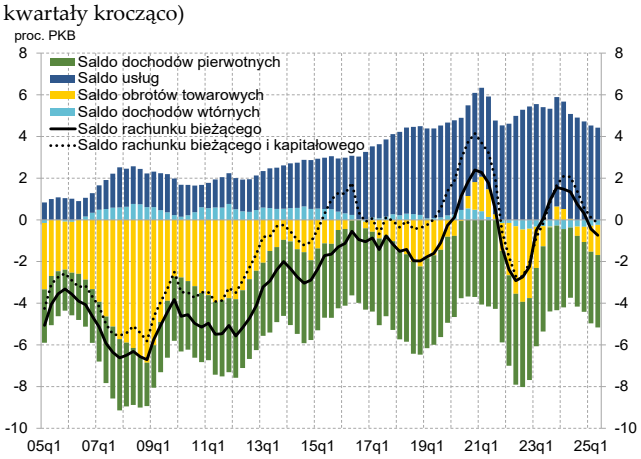
Wykres 2.26 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



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 2.27 Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	-0,5	0,1	0,9	1,6	1,5	1,3	0,7	0,3	-0,4	-0,7
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-0,8	-0,2	0,8	1,7	2,1	2,1	1,4	0,6	0,1	-0,2
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,6	4,4	5,3	5,9	5,7	5,1	4,5	4,0	3,3	3,0
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	6,0
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB	53	51	52	50	50	50	50	52	51	51
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-33	-33	-30	-32	-32	-31	-30	-28	-30	-31
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	129	129	123	126	125	127	130	131	133	128
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	118	119	118	124	128	132	137	139	143	139

Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom aktywów rezerwowych na koniec prezentowanego okresu.

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

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od lipca do września 2025 r., a także *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w październiku i listopadzie br.

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

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro w II kw. 2025 r. roczna dynamika PKB była prawdopodobnie zbliżona do odnotowanej w I kw. br. Zwracano uwagę na pewną poprawę nastrojów w niemieckiej gospodarce, przy czym poprawa koniunktury nie jest tam jeszcze widoczna w danych o produkcji. Podkreślano, że istotne ożywienie PKB w Niemczech oczekiwane jest dopiero w kolejnych latach, w związku z planowaną ekspansją fiskalną. Jednocześnie dane napływające ze Stanów Zjednoczonych również sygnalizują, że w II kw. 2025 r. roczna dynamika PKB była podobna do odnotowanej w I kw. br., przy czym mogła temu towarzyszyć podwyższona zmienność importu, który na początku roku wyraźnie wzrósł – w oczekiwaniu na podniesienie ceł – po czym prawdopodobnie się obniżył.

Członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie inflacja w strefie euro była zgodna z celem Europejskiego Banku Centralnego, a w Stanach Zjednoczonych była zbliżona do celu Rezerwy Federalnej, przy czym inflacja bazowa w tych gospodarkach jest wyższa od inflacji ogółem. W tym kontekście wskazywano, że eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie w czerwcu br. skutkowała przejściowym wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych, jednak ceny te powróciły następnie do poziomów notowanych w kwietniu i maju. W tych warunkach EBC w czerwcu po raz kolejny obniżył stopy procentowe, a Fed utrzymał stopy procentowe na niezmienionym poziomie.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce zaznaczano, że w maju 2025 r. sprzedaż detaliczna wzrosła o 4,4% r/r, i choć wzrost ten był wyraźnie mniejszy niż w kwietniu, gdy podbijały go efekty kalendarzowe, to był nieco wyższy od oczekiwań rynkowych. Z kolei produkcja przemysłowa wzrosła o 3,9% r/r, przy czym wzrost okazał się niższy od oczekiwań rynkowych. Natomiast produkcja budowlano-montażowa po raz kolejny spadła w ujęciu rocznym. Członkowie Rady zwracali uwagę, że w czerwcu br. obniżył się wskaźnik PMI. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na słabe wskaźniki koniunktury dotyczące budownictwa mieszkaniowego. Łącznie – na podstawie dotychczas dostępnych danych – szacowano, że roczna dynamika PKB w II kw. 2025 r. prawdopodobnie nieco wzrosła.

Omawiając perspektywy dla wzrostu gospodarczego, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z lipcową projekcją w 2025 r. wzrost PKB przyspieszy do 3,6%, przy czym istotnym czynnikiem ryzyka dla tej prognozy jest tempo i skala wykorzystania środków z Krajowego Planu Odbudowy. Według projekcji w kolejnych latach

dynamika aktywności gospodarczej może nieco spowolnić. W szczególności inwestycje, po spodziewanym silnym wzroście w latach 2025-2026, pod koniec horyzontu projekcji mogą się obniżyć. Wzrost konsumpcji również prawdopodobnie spowolni, jednak wobec oczekiwanego wciąż solidnego wzrostu płac realnych, spadek dynamiki konsumpcji będzie umiarkowany. Wkład eksportu netto do dynamiki PKB powinien natomiast stopniowo się poprawiać.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy oceniano, że wzrost dynamiki aktywności gospodarczej nie przełożył się dotychczas na ożywienie popytu na pracę – o ile bezrobocie pozostaje bardzo niskie, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w maju 2025 r. spadło zarówno w ujęciu rocznym, jak i względem kwietnia i spadek ten dotyczył większości branż. Zwracano uwagę, że – po silnym wzroście w kwietniu – w maju roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 8,4%. Argumentowano, że najnowsze wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw sugerują słabnięcie presji płacowej. Część członków Rady podkreślała przy tym konieczność monitorowania dynamiki wynagrodzeń w kontekście presji inflacyjnej.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym wskazywano, że w ostatnim czasie roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostaje stabilna, rośnie z kolei dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, w szczególności inwestycyjnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że relacja zadłużenia sektora prywatnego z tytułu kredytów bankowych do PKB w Polsce jest wciąż niska.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że w czerwcu 2025 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych ukształtowała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w maju i wyniosła 4,1% (wobec 4,0% w maju). Wskazywano jednocześnie, że patrząc na dane kwartalne inflacja obniżyła się z 4,9% w I kw. 2025 r. do 4,1% w II kw. br. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku wyższego wskaźnika CPI oddziałują czynniki regulowane i administrowane, podczas gdy presja popytowa jest ograniczona. Ponadto, zdaniem części członków Rady, ograniczona jest również presja kosztowa, o czym świadczy utrzymująca się ujemna dynamika wskaźnika PPI. Natomiast niektórzy członkowie Rady oceniali, że wciąż relatywnie duża część koszyka konsumpcyjnego wykazuje podwyższoną dynamikę cen.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady podkreślali, że projekcja lipcowa sygnalizuje poprawę perspektyw dla kształtowania się inflacji względem projekcji z marca. Według lipcowej projekcji dynamika cen konsumpcyjnych w III kw. 2025 r. obniży się poniżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP, a większość członków Rady zaznaczała, że powrót inflacji do poziomu zgodnego z celem NBP nastąpi najprawdopodobniej już w lipcu 2025 r. Zwracano równocześnie uwagę na wiele czynników niepewności związanych z projekcją, które dotyczą m.in. polityki fiskalnej, presji popytowej i sytuacji na rynku pracy, inflacji na świecie i cen surowców, a także krajowych decyzji administracyjnych oraz regulacji europejskich, w tym ewentualnego wprowadzenia systemu ETS2.

Wskazywano w szczególności, że zgodnie z projekcją – zakładającą wzrost cen energii elektrycznej do obecnie obwiązujących taryf – w IV kw. br. inflacja może znów wzrosnąć. Jednak w związku z procedowaniem projektu ustawy przedłużającej mrożenie cen prądu scenariusz ten może ulec zmianie. Szacowano, że gdyby projektowana ustawa weszła w życie, wówczas inflacja mogłaby być zgodna z celem inflacyjnym NBP także w IV kw. 2025 r. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w najbliższych kwartałach ma być stabilna, ze względu na wysoką dynamikę opłat za wywóz śmieci, zaopatrywanie w zimną wodę i

odprowadzanie nieczystości, a także podwyższoną dynamikę cen towarów akcyzowych ze względu na wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe i ich substytuty. Natomiast w kolejnych latach – według projekcji – inflacja bazowa powinna stopniowo spadać, czemu będzie sprzyjać hamowanie wzrostu wynagrodzeń i ograniczona krajowa presja popytowa, a także umiarkowana dynamika cen importu związana z niską inflacją za granicą. Zdaniem członków Rady scenariusz ten wspiera utrzymująca się podwyższona skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania oraz słaba koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że przez większość horyzontu projekcji krajowa luka popytowa jest ujemna.

Na posiedzeniu podkreślano, że czynnikiem proinflacyjnym w krajowej gospodarce pozostaje luźna polityka fiskalna, zwłaszcza wobec braku sygnałów dotyczących jej zacieśnienia. W 2024 r. deficyt sektora finansów publicznych wzrósł do 6,6% PKB. Jednocześnie według prognoz Komisji Europejskiej w 2025 r. deficyt wyniesie 6,4% PKB, a najprawdopodobniej również w 2026 r. nie nastąpi zacieśnienie fiskalne i deficyt strukturalny pozostanie wysoki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że przestrzeń do prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej może być ograniczona i w związku z tym oczekują oni pewnej poprawy sytuacji fiskalnej w kolejnych latach. Członkowie ci oceniali także, że wydatki publiczne przeznaczone na zakup uzbrojenia za granicą nie zwiększają presji inflacyjnej w krajowej gospodarce. Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że zwiększone wydatki na obronność realizowane w kraju mogą mieć działanie proinflacyjne.

Członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z dostępnymi prognozami inflacja CPI w najbliższych miesiącach obniży się poniżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Biorąc to pod uwagę, a także wobec poprawy średniookresowych perspektyw kształtowania się inflacji, w ocenie większości członków Rady uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że 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.

Pojawiła się opinia, że – wobec podwyższonej inflacji, w tym inflacji cen usług, 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 0,25 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%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 września 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro wzrost PKB pozostaje relatywnie niski, w tym w Niemczech roczna dynamika PKB jest zbliżona do zera. Poprawiły się jednak nastroje niemieckich przedsiębiorstw i konsumentów, co może być związane z planowaną ekspansją fiskalną, w tym wzrostem wydatków na armię i na inwestycje infrastrukturalne. Zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych – po spadku aktywności na

początku roku – w II kw. nastąpił wzrost dynamiki PKB, przy silnym spadku importu po wzroście ceł. Ogółem sytuacja w gospodarce amerykańskiej pozostaje relatywnie dobra, jednak według prognoz wzrost PKB w 2025 r. ma być niższy niż w 2024 r.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że według prognoz w wielu gospodarkach utrzymuje się ryzyko, że inflacja jeszcze przez kilka kwartałów pozostanie powyżej celów banków centralnych. W Stanach Zjednoczonych inflacja PCE wyniosła w lipcu 2,6%, a więc przekraczała cel inflacyjny Rezerwy Federalnej. Jednocześnie według prognoz inflacja w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w szczególności w Rumunii i na Węgrzech, będzie utrzymywać się w kolejnych kwartałach powyżej celów banków centralnych.

Na posiedzeniu wskazywano, że w ostatnim okresie Europejski Bank Centralny przestał obniżać stopy procentowe. Jednocześnie Rezerwa Federalna w Stanach Zjednoczonych utrzymywała stopy procentowe na niezmienionym poziomie. W ostatnim czasie nie zmieniały stóp procentowych również banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, zaznaczano, że na tle europejskim, w tym regionu Europy Środkowo-Wschodniej, tempo krajowego wzrostu gospodarczego jest relatywnie wysokie. W II kw. br. roczna dynamika PKB przyspieszyła do 3,4%. Zwracano uwagę, że do wyższej dynamiki PKB przyczynił się głównie szybszy wzrost konsumpcji, co jest czynnikiem proinflacyjnym. Z kolei inwestycje nieoczekiwanie spadły w ujęciu rocznym, pomimo poprawy sytuacji w inwestycjach przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w badaniach ankietowych przedsiębiorstwa nadal wskazują m.in. słaby popyt i wysoką niepewność jako bariery rozwoju. Członkowie ci wskazywali także, że wskaźniki rentowności firm w ostatnim czasie się obniżyły, natomiast inni członkowie Rady oceniali, że skala tego obniżenia była nieznaczna. Podkreślano, że w lipcu br. roczne dynamiki sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej były dodatnie. Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 4,8% i był wyższy od prognoz rynkowych, przy rosnącym popycie na dobra trwałe i samochody. Silniej od rynkowych oczekiwań przyspieszyła też produkcja przemysłowa. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w sierpniu br. wskaźnik PMI w przemyśle – pomimo pewnej poprawy – kształtował się nadal poniżej poziomu 50 punktów. Wskazywano, że według lipcowej projekcji wzrost gospodarczy w bieżącym roku będzie wyższy niż w 2024 r. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że dynamika PKB w 2025 r. i 2026 r. może być niższa od wskazań lipcowej projekcji.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy podkreślano, że dane nadal nie wskazują na istotną zmianę popytu na pracę. Choć w czerwcu i lipcu widoczny był wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego, to jednak prawdopodobnie przyczyniły się do tego zmiany regulacyjne. Z kolei zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wciąż się obniża w ujęciu rocznym, a w lipcu obniżyło się ono także w stosunku do czerwca. Natomiast według danych BAEL liczba pracujących w przemyśle i usługach w II kw. br. nieznacznie wzrosła. Zaznaczano, że napływające dane wskazują na stopniowe spowalnianie wzrostu wynagrodzeń, przy czym roczna dynamika płac w gospodarce narodowej w II kw. br. była nadal podwyższona (wyniosła 8,8%). Jednocześnie na stopniowe słabnięcie wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw wskazują dane miesięczne. Zwracano przy tym uwagę, że realna roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce w II kw. br. była nadal zbliżona do 5%.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym zaznaczano, że roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, w tym złotowych

kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych, nieznacznie wzrosła w lipcu, co pokazuje pewne ożywienie w tym zakresie. Lipiec przyniósł też dalsze przyspieszenie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że w sierpniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych spowolniła i kształtuje się pomiędzy środkiem celu NBP a górną granicą odchyleń od tego celu. Wcześniej nastąpił wyraźny spadek inflacji z 4,1% w czerwcu do 3,1% w lipcu br. na skutek efektu bazy związanego z częściowym odmrożeniem cen energii w lipcu 2024 r. oraz zatwierdzenia niższych taryf na sprzedaż gazu ziemnego. Także w sierpniu br. do spadku inflacji istotnie przyczynił się efekt bazy, tym razem w cenach usług, choć niższy odczyt CPI wynikał także częściowo z wolniejszego wzrostu cen towarów ogółem. Wskazywano, że pomimo spadku, dynamika cen usług nadal kształtuje się na podwyższonym poziomie. Szacowano, że inflacja bazowa w sierpniu br. prawdopodobnie się obniżyła. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że tendencje dotyczące kształtowania się oczekiwań inflacyjnych w ostatnim okresie były relatywnie korzystne.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady podkreślali, że według prognoz we wrześniu br. inflacja CPI pozostanie zbliżona do 3%. Kształtowanie się inflacji w IV kw. br. zależeć będzie w dużej mierze od poziomu regulowanych cen energii elektrycznej. Prognozy wskazują, że jeżeli ceny energii elektrycznej zostaną odmrożone do poziomu obecnie obowiązujących taryf, to inflacja w październiku br. mogłaby przekroczyć 3,5%. Część członków Rady oceniała, że prawdopodobne jest przedłużenie mrożenia cen energii elektrycznej w IV kw. br. Z kolei inflacja bazowa w najbliższych kwartałach ma według prognoz utrzymywać się na poziomie zbliżonym do 3%. Część członków Rady podkreślała, że według lipcowej projekcji inflacja w kolejnych kwartałach będzie się kształtować poniżej dotychczasowego poziomu stopy referencyjnej NBP. Niektórzy członkowie Rady wśród czynników, które powinny sprzyjać relatywnie niskiej inflacji, wymieniali kształtowanie się na relatywnie niskim poziomie światowych cen surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, oraz niską dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Członkowie Rady zaznaczali, że utrzymują się ryzyka dla niskiej inflacji w krótkim i średnim okresie. Występuje niepewność co do poziomu regulowanych cen energii elektrycznej – zarówno w IV kw. br., jak i w kolejnych kwartałach – a także co do innych decyzji administracyjnych wpływających na kształtowanie się inflacji, w tym w zakresie poziomu taryf na dystrybucję gazu, taryf na energię cieplną oraz opłat za wywóz śmieci i zaopatrywania w wodę. Jednocześnie zwracano uwagę, że rząd sygnalizował również możliwość wprowadzenia wyższej akcyzy na alkohol czy istotnego wzrostu opłaty cukrowej, choć niektórzy członkowie Rady oceniali, że prawdopodobieństwo wprowadzenia tych podwyżek jest ograniczone. Podkreślano, że w dalszym horyzoncie, inflację może podbić wzrost kosztów emisji transportu drogowego i budownictwa mieszkaniowego (w ramach tzw. ETS 2). Wśród czynników niepewności członkowie Rady wymieniali również sytuację na światowych rynkach finansowych oraz kształtowanie się cen surowców.

Na posiedzeniu podkreślano, że czynnikiem silnie proinflacyjnym w krajowej gospodarce jest polityka fiskalna. W 2024 r. deficyt sektora finansów publicznych wzrósł do 6,6% PKB (z 5,3% PKB w 2023 r.). W projekcie ustawy budżetowej na 2026 r. rząd założył, że w 2025 r. deficyt ponownie wzrośnie, do 6,9% PKB, co wskazuje na dalsze poluzowanie polityki fiskalnej. Zaznaczano, że ostatni raz tak wysoki wskaźnik deficytu odnotowano w 2020 r., gdy poziom PKB w Polsce się obniżył w związku z pandemią COVID-19 i konieczne było podjęcie działań

antykryzysowych. Natomiast obecnie wzrost PKB jest solidny, w związku z czym gospodarka nie wymaga silnego wsparcia fiskalnego. Jednocześnie rząd ponownie zrewidował w górę prognozę zadłużenia i obecnie wskazuje, że w 2025 r. poziom długu publicznego ma przekroczyć 60% PKB, a w 2026 r. ma sięgnąć niemal 67% PKB, co byłoby najszybszym przyrostem tej miary w najnowszej historii Polski. Podkreślano przy tym, że wzrost długu w ostatnich latach wynikał jedynie w niewielkiej części ze wzrostu wydatków na obronę narodową. W efekcie członkowie Rady oceniali, że sytuacja fiskalna jest czynnikiem istotnego ryzyka dla wzrostu inflacji w przyszłości, a więc ogranicza przestrzeń do obniżania stóp procentowych. Część członków Rady zaznaczała, że projekt ustawy budżetowej na 2026 r. ma charakter wstępny i może ulec zmianie.

Biorąc pod uwagę kształtowanie się inflacji, w ocenie większości członków Rady uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikami ryzyka dla niskiej inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu konsumpcyjnego oraz podwyższona dynamika płac. Źródłem niepewności jest poziom administrowanych cen nośników energii oraz kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek.

Pojawiła się jednocześnie opinia, że obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 4,75%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,25%; stopa depozytowa 4,25%; stopa redyskontowa weksli 4,80%; stopa dyskontowa weksli 4,85%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 7-8 października 2025 r.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 4,50%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,00%; stopa depozytowa 4,00%; stopa redyskontowa weksli 4,55%; stopa dyskontowa weksli 4,60%.

Roczna dynamika PKB w II kw. 2025 r. w strefie euro wyniosła 1,5%, a w Stanach Zjednoczonych 2,1%. W świetle dostępnych danych w III kw. br. wzrost PKB w tych gospodarkach prawdopodobnie spowolnił. Inflacja w strefie euro jest bliska celowi inflacyjnemu Europejskiego Banku Centralnego, przy czym inflacja bazowa pozostaje nieco wyższa. W Stanach Zjednoczonych inflacja kształtuje się powyżej celu Rezerwy Federalnej, przy rosnącej inflacji bazowej. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obarczone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.

W Polsce w sierpniu 2025 r. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa wzrosły w ujęciu rocznym, a produkcja budowlano-montażowa spadła. Jednocześnie – pomimo pewnego obniżenia – roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w II kw. pozostała podwyższona. Na stopniowe obniżanie się dynamiki płac wskazują dane z sektora przedsiębiorstw.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI we wrześniu 2025 r. wyniósł 2,9% r/r (wobec 2,9% r/r w sierpniu br.). Uwzględniając dane GUS można szacować, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii ukształtowała się na poziomie zbliżonym do sierpnia br., przy wciąż podwyższonej rocznej dynamice cen usług.

Biorąc pod uwagę poprawę perspektyw inflacji w najbliższym czasie, 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. Czynnikami ryzyka dla niskiej inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu konsumpcyjnego oraz podwyższona dynamika płac. Źródłem niepewności jest poziom administrowanych cen nośników energii oraz 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 utrzymania inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 4-5 listopada 2025 r.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 4,25%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 4,75%; stopa depozytowa 3,75%; stopa redyskontowa weksli 4,30%; stopa dyskontowa weksli 4,35%.

Według wstępnych danych roczna dynamika PKB w strefie euro w III kw. 2025 r. obniżyła się do 1,3% r/r. Również w Stanach Zjednoczonych w III kw. wzrost PKB prawdopodobnie spowolnił w ujęciu rocznym. Inflacja w strefie euro jest bliska celowi inflacyjnemu Europejskiego Banku Centralnego, przy czym inflacja bazowa pozostaje nieco wyższa. W Stanach Zjednoczonych inflacja kształtuje się powyżej celu Rezerwy Federalnej, przy podwyższonej inflacji bazowej. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obarczone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.

W Polsce najnowsze dane sugerują utrzymywanie się korzystnej koniunktury. W szczególności we wrześniu w ujęciu rocznym wzrosła sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa oraz produkcja budowlano-montażowa. Jednocześnie dane kwartalne z sektora przedsiębiorstw wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki wynagrodzeń, przy dalszym spadku zatrudnienia w ujęciu rocznym.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w październiku 2025 r. obniżył się do 2,8% r/r (wobec 2,9% r/r we wrześniu br.), na co wpływ miał w największym stopniu spadek rocznej dynamiki cen żywności. Uwzględniając dane GUS można szacować, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii również się obniżyła, przy wciąż podwyższonej rocznej dynamice cen usług.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 15 października 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6 – 3,7% w 2025 r. (wobec 3,5 – 4,4% w projekcji z lipca br.), 1,9 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,7 – 4,5%) oraz 1,1 – 4,1% w 2027 r. (wobec 0,9 – 3,8%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1 – 3,8% w 2025 r. (wobec 2,9 – 4,3% w projekcji z lipca br.), 2,7 – 4,6% w 2026 r. (wobec 2,1 – 4,1%) oraz 1,5 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,3 – 3,7%).

Biorąc pod uwagę obniżenie się inflacji oraz poprawę jej perspektyw w najbliższych kwartałach, 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.

Czynnikami ryzyka dla niskiej inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu w gospodarce oraz podwyższona dynamika płac. Źródłem niepewności jest poziom cen energii oraz kształtowanie się inflacji na świecie.

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla utrzymania inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym 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 niezmienionych 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.

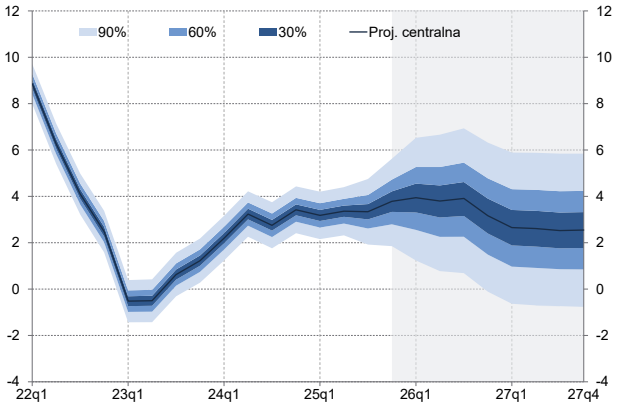
Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2025 r. do IV kw. 2027 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2025 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP, w tym stopie referencyjnej równej 4,50%, z uwzględnieniem danych dostępnych do 15 października 2025 r. (cut-off date).

4.1 Synteza

W 2025 r. wzrost PKB wyniesie 3,4%, a więc nieco niżej od założeń projekcji lipcowej. W kolejnym roku krajowa aktywność gospodarcza przyspieszy do 3,7%. Przyczyni się do tego kulminacja napływu funduszy unijnych w ramach programu KPO (Krajowy Plan Odbudowy i Zwiększania Odporności) przekładająca się w największym stopniu na wyższą ścieżkę inwestycji. Poprawie koniunktury w tym okresie będzie sprzyjać także relatywnie wysoki wzrost spożycia gospodarstw domowych przy utrzymującej się korzystnej sytuacji finansowej tych podmiotów. W 2027 r. wydatkowanie środków w ramach programu KPO zakończy się, co wyraźnie obniży dynamikę PKB. Tylko w niewielkim stopniu wzrost PKB w Polsce w latach 2026-2027 będzie wspierany przez popyt zagraniczny przy oczekiwanym jedynie ograniczonym ożywieniu w strefie euro. Czynnikiem hamującym dynamikę PKB w 2027 r. będzie stopniowy wzrost realnej stopy procentowej wynikający ze spadku inflacji oraz przyjętego w projekcji założenia o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie (w tym stopy referencyjnej równej 4,5%).

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)

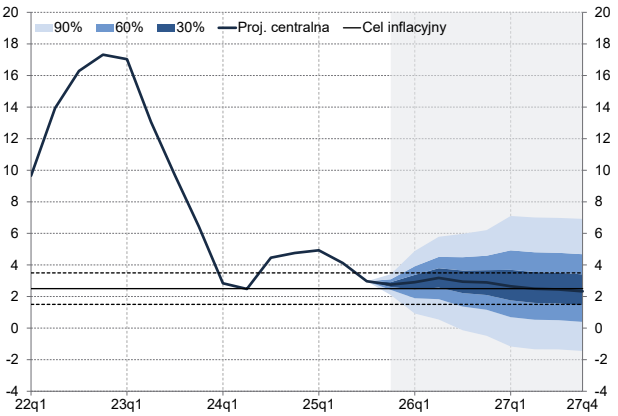


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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., Rybaczyk B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241.).

Po obniżeniu inflacji CPI w III kw. br. do 3,0% r/r, w IV kw. pozostaje ona w przedziale odchyleń od celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1 pkt proc.), czemu sprzyja przedłużenie do końca roku zamrożenia cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych na poziomie 500 zł za MWh. W 2026 r. spadek inflacji przejściowo wyhamuje, do czego przyczyni się prognozowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego w naszym kraju. Podwyższona presja popytowa znajdzie odzwierciedlenie w dodatniej w tym okresie luce popytowej. Zgodnie z założeniami projekcji, w przyszłym roku utrzyma się podwyższona dynamika cen towarów akcyzowych oraz usług administrowanych. Wzrost inflacji CPI będzie natomiast ograniczać słabnąca dynamika wynagrodzeń oraz jedynie umiarkowany wzrost

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

cen importu. W 2027 r., w warunkach spowolnienia aktywności gospodarczej, wpływ powyższych czynników dezinflacyjnych nasili się, a ścieżka inflacji CPI powróci do trendu spadkowego.

Przyszła krajowa sytuacja gospodarcza jest w istotnym stopniu uzależniona od kształtowania się aktywności ekonomicznej u głównych partnerów handlowych Polski, w tym od skali ożywienia inwestycji w strefie euro. Ryzykiem obarczona jest również prognoza wykorzystania środków w ramach programu KPO – ich niepełna absorpcja mogłaby obniżyć dynamikę krajowego PKB w przyszłym roku. Kształtowanie się przyszłej ścieżki inflacji CPI w dużym stopniu zależy z kolei od decyzji fiskalnych i administracyjnych, w tym zwłaszcza od przebiegu procesu implementacji nowego systemu handlu emisjami CO_2 (*EU ETS2*) w 2027 r. Bilans czynników niepewności wskazuje na asymetrię w dół rozkładu niepewności dla dynamiki PKB w 2026 r., a dla inflacji CPI – w górę w 2027 r. (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Zmiany w polityce handlowej na świecie

W 2025 r. istotnym zmianom podlegała polityka handlowa Stanów Zjednoczonych, a w toku negocjacji z partnerami handlowymi dostosowywano zarówno stawki celne, jak i zakres produktów objętych taryfami. W III kw., tj. po zamknięciu projekcji lipcowej, podwyższeniu uległy amerykańskie cła importowe na znaczną część towarów z Unii Europejskiej. Jednocześnie przedłużono okres obowiązywania obniżonego tymczasowo amerykańskiego cła na produkty sprowadzane z Chin. Pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a ich partnerami handlowymi toczą się dalsze negocjacje w zakresie uregulowań celnych. W konsekwencji, przyszły kształt polityki handlowej największych gospodarek świata nadal pozostaje obarczony niepewnością, ale niższą niż

w rundzie lipcowej (por. rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*).

Wzrost gospodarczy

Korzystniejsze od oczekiwań dane dla Stanów Zjednoczonych za ostatnie miesiące wskazują, że spowolnienie aktywności ekonomicznej w tej gospodarce wywołane zaostrzeniem polityki handlowej będzie płytsze od wcześniejszych prognoz (Tabela 4.1). Wprawdzie silne zwiększenie ceł importowych w porównaniu z ubiegłymi latami ograniczy dynamikę konsumpcji i inwestycji prywatnych. Jednak dobra kondycja finansowa gospodarstw domowych i przedsiębiorstw powinna w dalszym ciągu wspierać wzrost gospodarczy, łagodząc skutki napięć handlowych. Do podwyższenia prognoz dla gospodarki amerykańskiej przyczyniło się również przyjęcie w lipcu br. ustawy przedłużającej na stałe obowiązujące od br. niższe stawki podatku dochodowego od osób fizycznych (ang. *One Big Beautiful Bill Act*). W rezultacie dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych będzie w horyzoncie projekcji w dalszym ciągu przewyższać tempo wzrostu strefy euro.

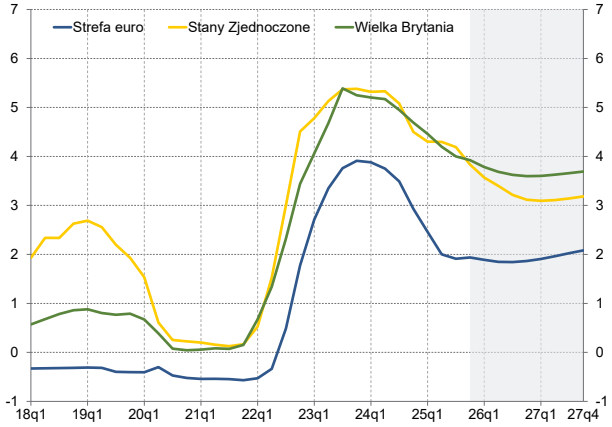
Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2025	2026	2027
PKB w strefie euro (r/r, %)			
XI 2025	1,2	1,0	1,3
VII 2025	0,9	1,0	1,3
PKB w Niemczech (r/r, %)			
XI 2025	0,2	1,1	1,4
VII 2025	0,2	1,0	1,4
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
XI 2025	1,9	1,8	1,9
VII 2025	1,4	1,4	1,9
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
XI 2025	1,5	1,0	1,1
VII 2025	1,2	1,0	1,1

Źródło: obliczenia NBP.

W I kw. 2025 r. istotnie wzrósł eksport towarów ze strefy euro do Stanów Zjednoczonych, co związane było z przyspieszeniem dostaw dóbr przez eksporterów, w reakcji na zapowiadane wprowadzenie ceł przez administrację amerykańską. Po wygaśnięciu tego przejściowego efektu, w II połowie br. dynamika eksportu i PKB strefy euro ponownie spowolniła. Jednocześnie, utrzymująca się niepewność związana ze zmianami w handlu światowym ogranicza dynamikę inwestycji i konsumpcji w tej gospodarce. Jednak w latach 2026-2027 aktywność ekonomiczna w strefie euro poprawi się w wyniku rozłożonego w czasie wpływu obniżenia stóp procentowych przez EBC (Wykres 4.3), poluzowania fiskalnego w gospodarce niemieckiej oraz rosnących wydatków na obronność.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



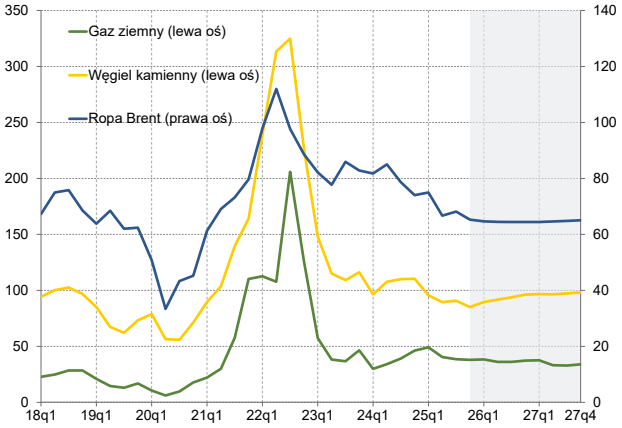
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Inflacja i rynki surowców

Notowania cen surowców energetycznych na rynkach światowych ustabilizowały się po ich spadku w I połowie 2025 r. (Wykres 4.4, Wykres 4.5). W horyzoncie projekcji ceny ropy naftowej pozostaną stabilne, gdyż czynniki oddziałujące na ich poziom będą się w dużym stopniu równoważyć. Z jednej strony, presję na spadek cen będzie wywierać dalsze zwiększanie przez kraje OPEC+ produkcji w ramach strategii odzyskiwania udziałów w rynku oraz rosnące wydobycie w innych krajach. W tym samym kierunku będzie oddziaływać niepewność związana z przyszłym kształtem handlu światowego, wpływająca negatywnie na popyt na ten surowiec. Z drugiej strony, okolicznością sprzyjającą wzrostowi notowań ropy naftowej pozostają napięcia geopolityczne związane z rosyjską agresją i sytuacją na Bliskim Wschodzie. Nieznaczny spadek cen gazu ziemnego w horyzoncie projekcji będzie efektem przewidywanej poprawy sytuacji podażowej na rynku europejskim w związku z planowanym uruchomieniem nowych terminali LNG, w tym w Katarze i Stanach Zjednoczonych. Oczekuje się, że w rezultacie obniżą się także ceny węgla, będącego substytutem gazu ziemnego w produkcji energii. Prognozowane na lata 2025-2027 notowania cen głównych surowców energetycznych na rynkach światowych kształtują się przy tym na zbliżonym poziomie w porównaniu do oczekiwań z projekcji lipcowej.

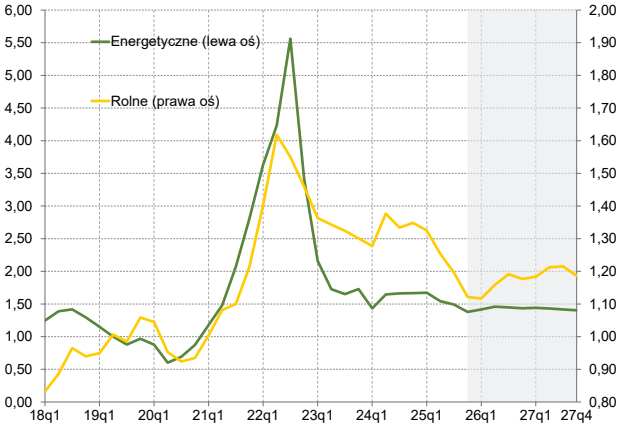
Ceny dużej części surowców rolnych na rynkach międzynarodowych obniżyły się w stosunku do założeń lipcowej projekcji. Dotyczy to w szczególności notowań cen odtłuszczonego mleka w proszku, masła oraz wieprzowiny, co odzwierciedla oczekiwany spadek popytu na te produkty ze strony kluczowych partnerów handlowych UE. Spadek cen pszenicy, kawy oraz soku pomarańczowego wiąże się natomiast z prognozowanym zwiększeniem ich produkcji. Wyceny kontraktów terminowych wskazują na

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.

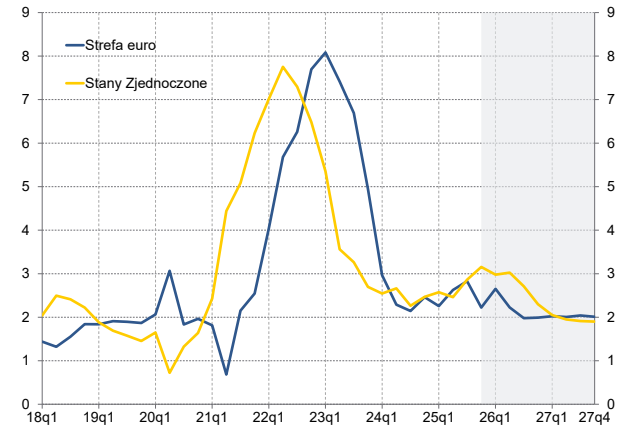
Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzą notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

stabilizację indeksu cen surowców rolnych w latach 2026-2027 na obecnym poziomie, odzwierciedlając oczekiwania, że przyszłe zmiany popytu i podaży na tych rynkach będą się w dużym stopniu równoważyć (Wykres 4.5).

Jedynie umiarkowana odbudowa popytu w światowej gospodarce, wraz ze stopniowym spadkiem dynamiki płac i zatrudnienia w strefie euro, będą sprzyjać utrzymaniu - w horyzoncie projekcji - inflacji w otoczeniu gospodarczym Polski na niskim poziomie (Wykres 4.6). Bieżące dane wskazują ponadto, że przejściowy wzrost dynamiki cen w Stanach Zjednoczonych wywołany zaostrzeniem amerykańskiej polityki handlowej będzie miał nieco łagodniejszy charakter niż zakładano w rundzie lipcowej.

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



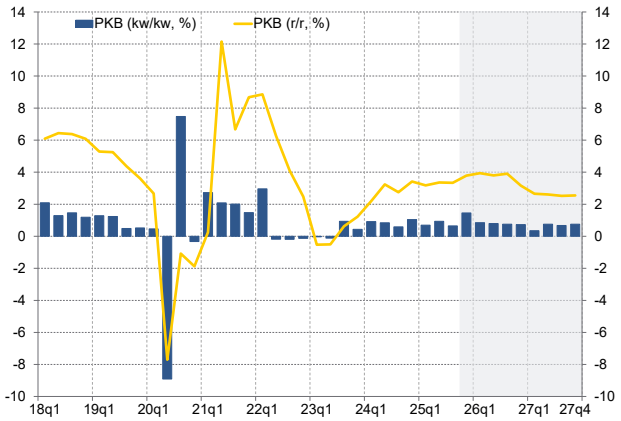
Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

4.3 Gospodarka polska w latach 2025-2027

Aktywność gospodarcza

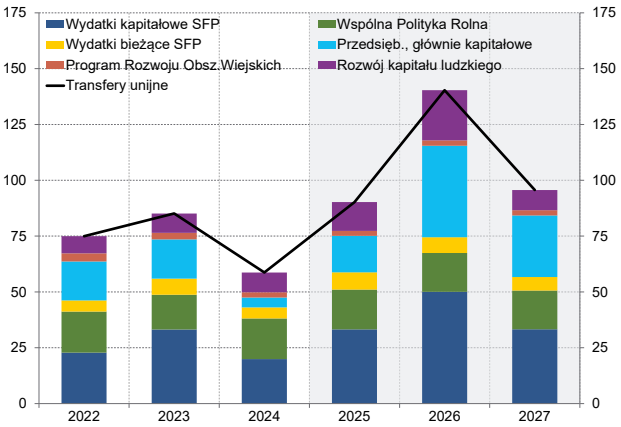
Zgodnie z założeniami bieżącej projekcji, w II połowie br. dynamika krajowego PKB ukształtuje się na poziomie zbliżonym do 3,5% r/r (Wykres 4.7). Wzrostowi krajowej aktywności gospodarczej w tym okresie sprzyja utrzymujący się wysoki wzrost spożycia gospodarstw domowych, któremu towarzyszy stopniowe ożywienie akcji inwestycyjnej. Tempo wzrostu gospodarczego przyspieszy w 2026 r., do czego przyczyni się dalszy wzrost napływu funduszy unijnych w ramach KPO (Wykres 4.8, Wykres 4.9). W 2027 r. pozytywny wpływ tego czynnika wygaśnie, przekładając się na spowolnienie aktywności gospodarczej. Czynnikiem hamującym dynamikę PKB w tym okresie będzie również stopniowy wzrost realnej stopy procentowej wobec przyjętego w projekcji założenia o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie (w tym stopy referencyjnej równej 4,5%). Tylko w niewielkim stopniu wzrost PKB w Polsce będzie w horyzoncie projekcji wspierany przez popyt zagraniczny przy

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

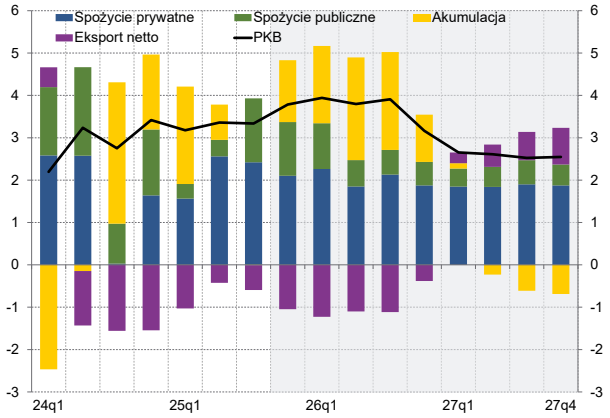
prognozowanym jedynie ograniczonym ożywieniu w strefie euro.

W latach 2026-2027 dynamika spożycia gospodarstw domowych obniży się w ślad za spowolnieniem tempa wzrostu realnych wynagrodzeń i dochodów do dyspozycji ludności. Skala tego spadku będzie jednak ograniczona ze względu na dążenia gospodarstw domowych do wygładzania ścieżki konsumpcji w czasie (Wykres 4.10). Stopa oszczędności gospodarstw domowych pozostanie w horyzoncie projekcji na podwyższonym poziomie czemu będzie sprzyjać dodatnia i nieznacznie rosnąca realna stopa procentowa (co związane jest z obniżaniem się inflacji przy założeniu stałej stopy procentowej NBP w horyzoncie projekcji).

Wzrost nakładów brutto na środki trwałe przyspieszy w 2026 r. wspierany przez zwiększoną absorpcję funduszy unijnych w ramach programu KPO (Wykres 4.11, Wykres 4.12). Sprzyjać temu będzie podjęta 16 czerwca br. przez Komisję Europejską decyzja o przedłużeniu o trzy miesiące, tj. do końca 2026 r., możliwości wykorzystania tych środków. W 2027 r., gdy nastąpi zakończenie ich wydatkowania, nakłady brutto na środki trwałe obniżą się (Wykres 4.11).

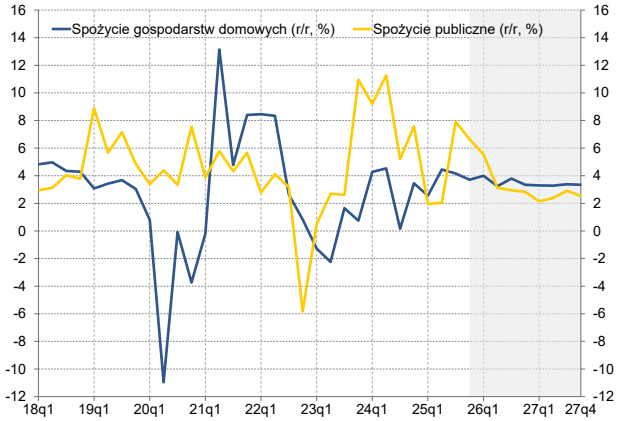
W horyzoncie projekcji oczekiwany jest wzrost wydatków związanych z trwającą transformacją energetyczną polskiej gospodarki, w tym przeznaczonych na rozbudowę morskich farm wiatrowych na Bałtyku oraz budowę i modernizację sieci przesyłowych. Zgodnie z zapowiedziami, szacowana wartość inwestycji w morską energetykę wiatrową do roku 2040 wyniesie 130 mld zł[35], natomiast planowane inwestycje w infrastrukturę przesyłową w latach 2025-2034 mają opiewać na kwotę 64 mld zł[36]. Ścieżkę inwestycji w projekcji będą podwyższać również zakupy sprzętu wojskowego. Pozytywnie

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



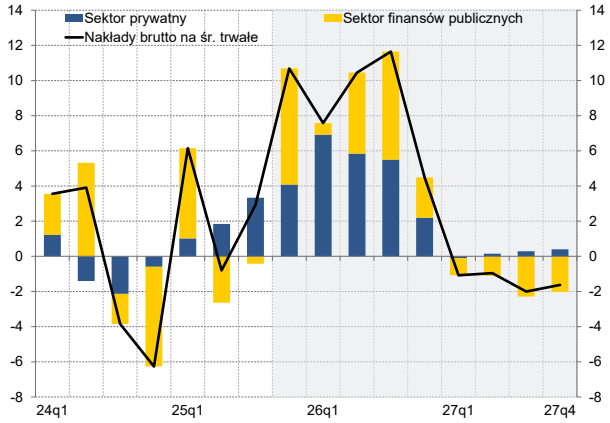
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

[35] https://www.gov.pl/web/morska-energetyka-wiatrowa/program-rozwoju-morskich-farm-wiatrowych
[36] https://www.pse.pl/-/projekt-nowego-planu-rozwoju-sieci-przesylowej-na-lata-2025-2034-uzgodniony

na tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych będą natomiast wpływać rozłożone w czasie skutki dotychczasowych obniżek stóp procentowych NBP.

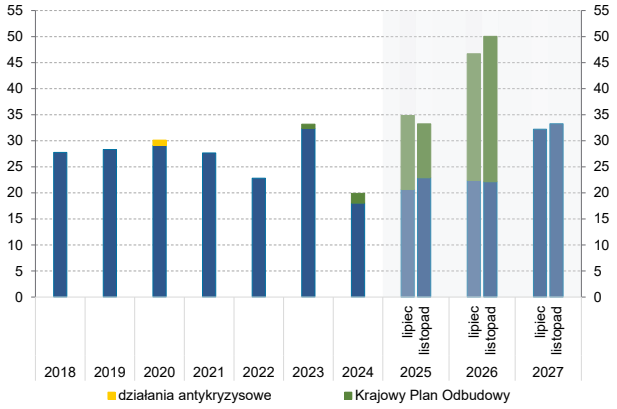
W 2026 r. wkład eksportu netto będzie nadal obniżał dynamikę PKB, natomiast w ostatnim roku projekcji, zgodnie z jego antycyklicznym charakterem, zmieni znak na dodatni (Wykres 4.13). W przyszłym roku szybszy wzrost wolumenu importu niż eksportu będzie wynikiem utrzymania relatywnie wysokiej dynamiki popytu krajowego wobec słabszej poprawy koniunktury za granicą. W 2027 r., w ślad za obniżeniem tempa wzrostu popytu krajowego i stopniowym ożywieniem aktywności gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski, w tym w gospodarce niemieckiej, dynamika importu spowolni, natomiast korzystniej będzie się kształtować sprzedaż towarów i usług za granicę.

Produkt potencjalny i luka popytowa

Dynamika produktu potencjalnego w latach 2026-2027 ukształtuje się na przeciętnym poziomie 3,0% r/r, a więc poniżej wieloletniej średniej (Wykres 4.14).

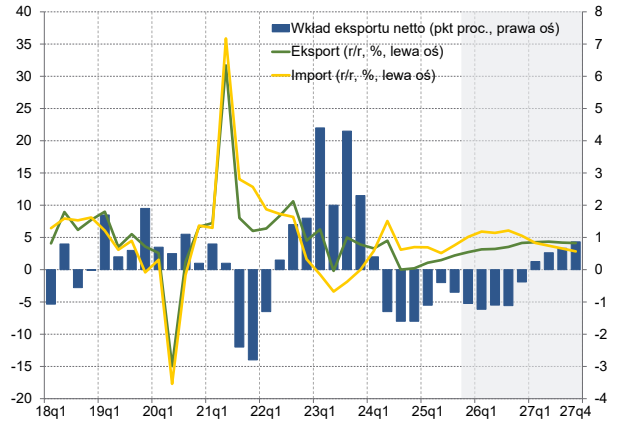
Pozytywnie na potencjał krajowej gospodarki w tym okresie będzie oddziaływać rozłożony w czasie wpływ wzrostu inwestycji w latach 2025-2026, podwyższających dynamikę kapitału produkcyjnego, oraz założony napływ migrantów zwiększający podaż pracy. Negatywnie na dynamikę potencjalnego PKB w horyzoncie projekcji będą natomiast wpływać zmiany w strukturze ludności Polski odzwierciedlone w spadku liczby osób w wieku produkcyjnym (przy wyraźniejszym obniżeniu populacji w wieku 25-44 lata, które tylko w części będzie kompensowane wzrostem liczebności grupy wiekowej 45-59/64 lata). Powyższe tendencje demograficzne będą się przyczyniać do ograniczenia liczby osób aktywnych zawodowo

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



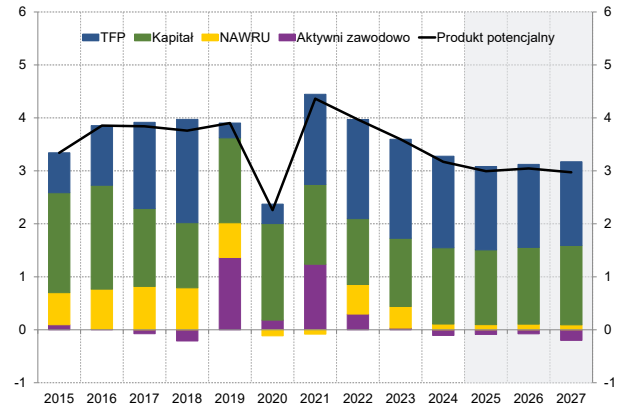
Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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 Cobba-Douglasa w postaci:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot \left[LF_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)\right]^{0,63} \cdot K_t^{1-0,63},$$

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 przyśpieszenia wzrostu płac, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,63.

(Wykres 4.18) oraz, w konsekwencji, liczby pracujących.

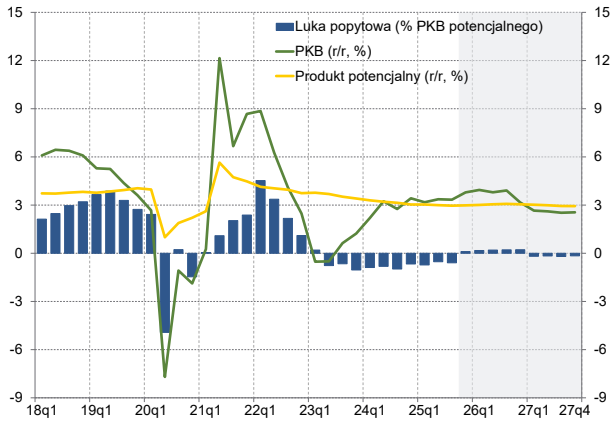
W 2026 r., przy prognozowanym ożywieniu krajowej aktywności gospodarczej powyżej dynamiki potencjalnego PKB, luka popytowa wzrośnie i ukształtuje się na dodatnim poziomie (Wykres 4.15). Oznacza to, że oczekiwany w tym okresie wzrost presji popytowej będzie przejściowo ograniczał spadek inflacji. W 2027 r., w ślad za wyraźnym spowolnieniem dynamiki PKB, presja popytowa ponownie się obniży, wspierając proces dezinflacji w polskiej gospodarce.

Rynek pracy

Po stabilizacji w II poł. 2025 r. stopy bezrobocia, w 2026 r. wraz z oczekiwanym przyspieszeniem dynamiki krajowego PKB nastąpi jej spadek (Wykres 4.16). Znajduje to odzwierciedlenie w wynikach badań przedsiębiorstw, według których większy odsetek firm planuje zwiększyć niż zmniejszyć zatrudnienie w horyzoncie roku[37] (Wykres 4.17). W 2027 r., w ślad za wyhamowaniem tempa wzrostu gospodarczego, stopa bezrobocia nieznacznie wzrośnie (Wykres 4.16). Skalę tego wzrostu będą ograniczać procesy demograficzne zmniejszające liczbę osób w wieku produkcyjnym.

W latach 2026-2027 dynamika realnych wynagrodzeń spowolni, kształtując się średnio na poziomie zbliżonym do wzrostu wydajności pracy (Wykres 4.19). Za takim scenariuszem przemawia założona w tym okresie mniejsza w porównaniu do lat wcześniejszych skala podwyżek płacy minimalnej. Jednocześnie wygaśnie wpływ na dynamikę wynagrodzeń wysokiej inflacji z lat 2022-2023, która z opóźnieniem była uwzględniania w mechanizmie ustalania płac. Prognozę spadku dynamiki wynagrodzeń wspierają wyniki Szybkiego Monitoringu NBP

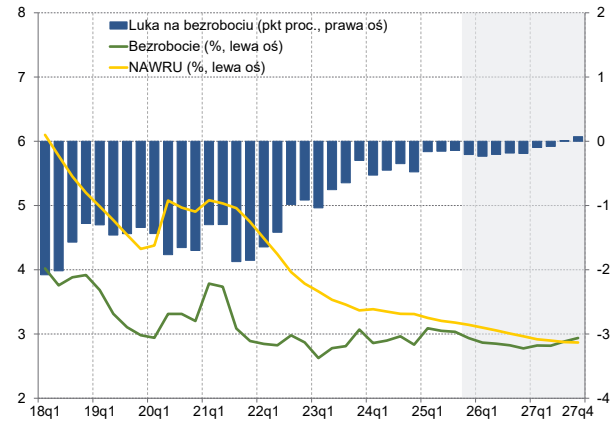
Wykres 4.15 Luka popytowa



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.

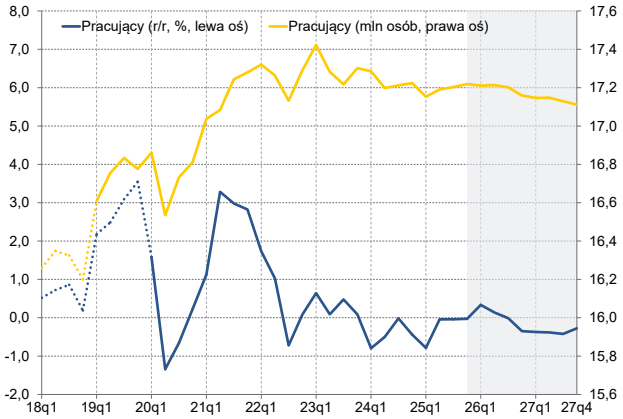
Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

$NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyśpieszenia 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.

[37] *„Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw"*, październik 2025 r.

wskazujące na obniżenie w III kw. br. udziału przedsiębiorstw odczuwających presję płacową oraz zmniejszenie się średniej skali planowanej podwyżki w perspektywie roku[38].

Inflacja CPI

W III kw. br. inflacja CPI powróciła do przedziału odchyleń od celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1 pkt proc.). Zgodnie z wynikami bieżącej projekcji, w 2026 r. proces dezinflacji przejściowo wyhamuje, a inflacja ponownie wyraźniej obniży się w 2027 r. (Wykres 4.20, Wykres 4.21).

Przewidywane przejściowe wyhamowanie spadku inflacji w 2026 r. będzie wynikało ze złożenia czynników o charakterze administracyjnym oraz cyklicznym.

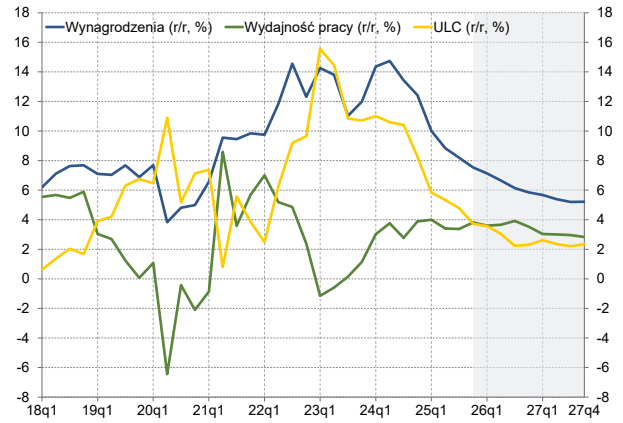
W szczególności, ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych są zamrożone do końca 2025 r. na poziomie 500 zł za MWh, a więc poniżej średniej ceny sprzedaży w zatwierdzonych przez Prezes URE taryfach (tj. 573 zł za MWh). W I kw. 2026 r., gdy mechanizm ceny maksymalnej wygaśnie, przy założeniu niezmienionego stanu prawnego, nastąpi wzrost przeciętnego rachunku za energię elektryczną (Wykres 4.23). Jednocześnie inflację w 2026 r. będzie zwiększać dalszy wzrost stawek podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe i ich substytuty oraz wciąż podwyższona dynamika cen usług administrowanych, w szczególności wywozu śmieci, usług kanalizacyjnych i zaopatrywania w zimną wodę.

Dodatkowo, w kierunku szybszego wzrostu cen w 2026 r. będzie oddziaływać przyspieszenie ożywienia gospodarczego w przyszłym roku, przekładające się na podwyższoną presję popytową odzwierciedloną w dodatniej luce popytowej. Wzrost inflacji CPI w 2026 r. będzie natomiast ograniczać słabnąca dynamika płac oraz założony jedynie umiarkowany wzrost cen importu (Wykres 4.22) powiązany z niską inflacją

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej

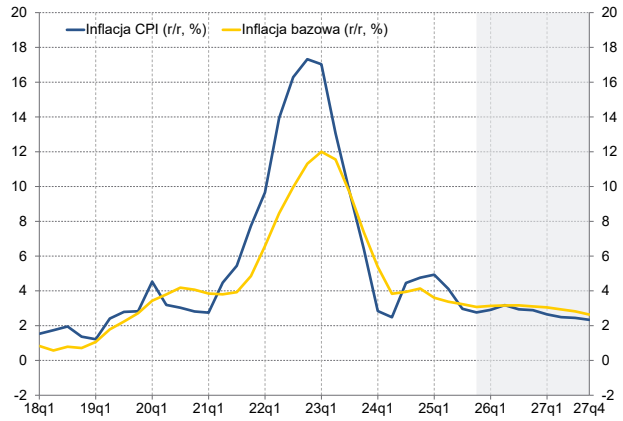
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.
Dane do 2019 r. i od 2019 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis pod wykresem 4.17.

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.

Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

[38] *„Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw"*, październik 2025 r.

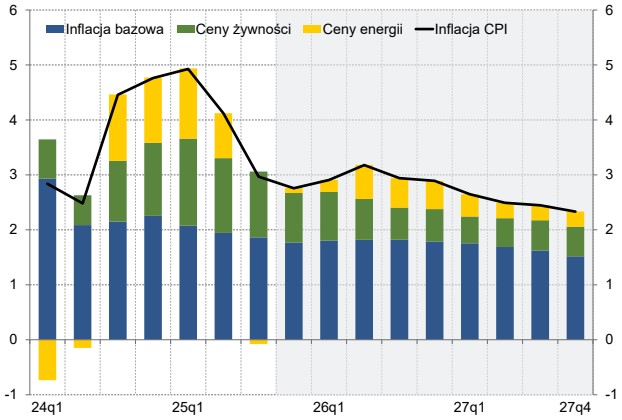
w otoczeniu polskiej gospodarki oraz obniżonym poziomem cen surowców energetycznych i rolnych na światowych rynkach. W efekcie wpływ czynników pro- i antyinflacyjnych w 2026 r. będzie się kompensował, skutkując przejściowym wyhamowaniem spadku inflacji.

W 2027 r., wobec spadku dynamiki popytu w gospodarce, luka popytowa ponownie przyjmie ujemne wartości. Przy jednocześnie coraz silniejszym wpływie na procesy cenotwórcze słabnącego tempa wzrostu wynagrodzeń, ścieżka inflacji CPI powróci do trendu spadkowego.

W wyniku oddziaływania powyższych uwarunkowań, inflacja CPI w latach 2026-2027 pozostanie w przedziale odchyleń od celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1 pkt proc.).

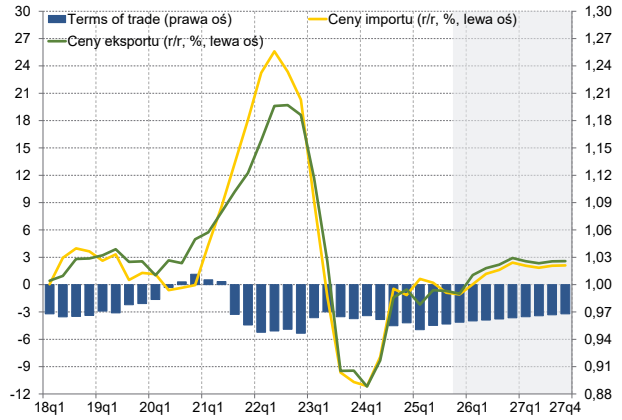
Istotnym czynnikiem, który może mieć potencjalnie bardzo duży wpływ na ścieżkę cen energii i inflacji CPI w 2027 r., jest planowane rozszerzenie systemu handlu emisjami CO_2 w państwach członkowskich UE na nowe sektory, tj. transport drogowy i budownictwo (*EU ETS2*). Zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) sprzedawcy gazu, benzyny, węgla oraz innych paliw będą zobowiązani do umarzania uprawnień zgodnie z wielkością emisji CO_2. 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 ich pełne przełożenie na ceny paliw, wówczas wzrost kosztów o każde 10 zł za tonę emisji CO_2 przyczyniłby się do bezpośredniego podniesienia inflacji CPI o 0,07 pkt. proc. Dotychczas Polska, jak i wiele innych państw UE, nie wdrożyła do krajowego porządku prawnego przepisów unijnych związanych z systemem *EU ETS2*. Wciąż trwają negocjacje mające na celu przesunięcie w czasie implementacji nowego systemu. W związku z powyższym w bieżącej projekcji nie uwzględniono w ścieżce centralnej

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



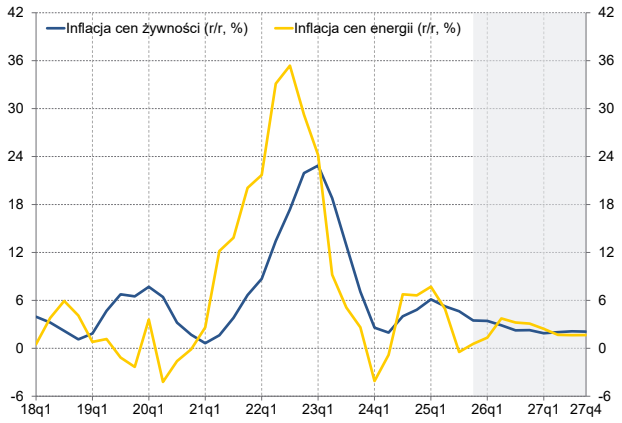
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.22 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

skutków wejścia w życie systemu *EU ETS2*, który tym samym stanowi ryzyko w górę dla ukształtowania się inflacji CPI w 2027 r. (por. rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji lipcowej, przyczyniły się do obniżenia prognozy krajowego tempa wzrostu gospodarczego w 2025 r. oraz jej wyraźnego podniesienia w 2026 r. W porównaniu do wyników poprzedniej rundy prognostycznej, prognozowana ścieżka inflacji CPI została natomiast nieznacznie zrewidowana w dół w latach 2025-2026 i w górę w 2027 r. (Tabela 4.2, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27).

Czynnikiem wpływającym na obniżenie prognozy wzrostu gospodarczego w 2025 r. była niższa od oczekiwań jego realizacja w II kw. br., w tym w szczególności poziom aktywności inwestycyjnej. Było to powiązane z wolniejszym napływem funduszy UE wynikającym z opóźnienia w wykorzystaniu środków w ramach KPO. Aby ułatwić wykorzystanie tych środków, Komisja Europejska zgodziła się na przedłużenie o trzy miesiące – do końca 2026 r. – możliwości ich wydatkowania. Przy założeniu pełnego wykorzystania funduszy z programu KPO, wyższa względem projekcji lipcowej absorpcja środków unijnych w 2026 r. będzie wpływać na poprawę krajowej koniunktury, w tym ścieżki inwestycji. W kierunku podwyższenia perspektyw wzrostu popytu krajowego, w największym stopniu w 2026 r., będą również oddziaływać obniżki stóp procentowych – łącznie o 0,75 punktu procentowego – uchwalone przez RPP po zamknięciu lipcowej projekcji.

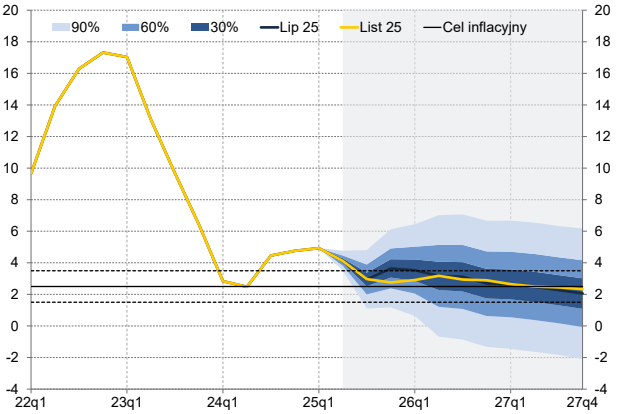
W 2025 r. obniżono prognozę dynamiki cen energii względem projekcji lipcowej w wyniku przedłużenia do końca IV kw. br. mechanizmu ceny maksymalnej na energię elektryczną dla gospodarstw domowych. Wpływ na inflację CPI tej

Tabela 4.2 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

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

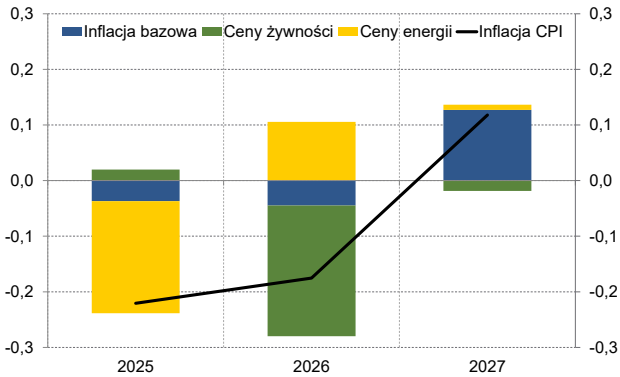
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

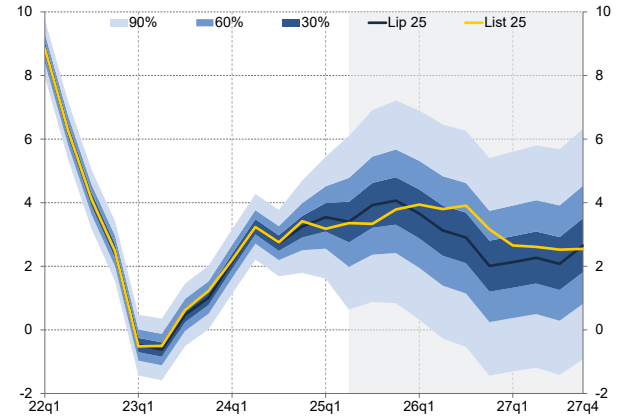
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

obniżki ogranicza nieco wyższa prognoza dynamiki cen żywności nieprzetworzonej uwzględniająca odczyt tej kategorii za III kw. br. W latach 2026-2027 wpływ tych czynników na dynamikę cen konsumenta wygaśnie, a jednocześnie ograniczająco na tempo dezinflacji będzie oddziaływać poprawa krajowej aktywności gospodarczej odzwierciedlona w wyższej niż w projekcji lipcowej luce popytowej. W konsekwencji inflacja CPI w 2026 r. ukształtuje się na poziomie zbliżonym, a w 2027 r. – nieznacznie wyższym niż w poprzedniej rundzie prognostycznej.

4.5 Źródła niepewności projekcji

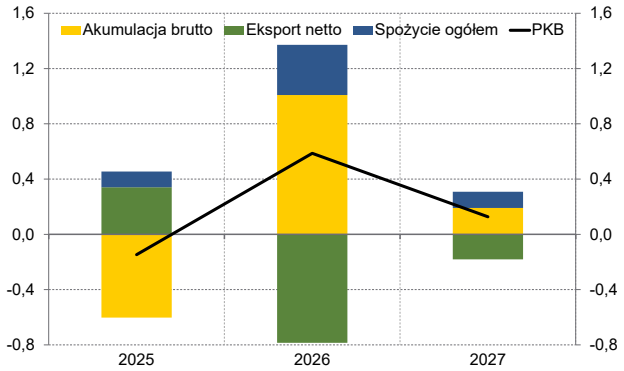
Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w istotnym stopniu uzależniona od przyszłych decyzji fiskalnych i administracyjnych oraz od kształtowania się popytu konsumpcyjnego i wynagrodzeń. Ponadto w 2027 r. istotne źródło niepewności dla krajowych cen stanowi wejście w życie nowego systemu handlu emisjami CO_2 (*EU ETS2*). Z kolei głównym źródłem ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki jest skala ożywienia inwestycji w strefie euro, w tym w gospodarce niemieckiej. Ważnym czynnikiem niepewności pozostaje również wpływ wzrostu barier celnych w handlu międzynarodowym na inflację i poziom aktywności w głównych gospodarkach. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się PKB poniżej ścieżki centralnej w krótkim horyzoncie projekcji, przy przewadze ryzyka w górę dla inflacji CPI w 2027 r. (Tabela 4.3).

Wykres 4.26 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą listopadową a lipcową (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.

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%)
26q1	0,12	0,37	0,69	0,50	0,57
26q2	0,15	0,34	0,58	0,50	0,43
26q3	0,22	0,41	0,62	0,50	0,40
26q4	0,25	0,43	0,62	0,51	0,37
27q1	0,29	0,44	0,59	0,46	0,31
27q2	0,31	0,46	0,61	0,46	0,31
27q3	0,31	0,46	0,62	0,46	0,31
27q4	0,32	0,48	0,63	0,45	0,31

Źródło: obliczenia NBP.

Ryzyka krajowe dla ścieżki inflacji CPI

Istotnymi czynnikami ryzyka dla przyszłej ścieżki inflacji CPI są skala i wpływ na procesy inflacyjne ożywienia popytu konsumpcyjnego oraz dynamiki wynagrodzeń, jak również wysokość stawek podatków pośrednich i innych opłat. Ważne źródło niepewności stanowi również kształtowanie się cen administrowanych, w tym poziom nowych taryf na energię elektryczną, cieplną, gaz, wodę i kanalizację. Czynnikiem ryzyka mogącym istotnie podwyższyć przyszłą ścieżkę inflacji CPI jest planowane wprowadzenie w 2027 r. nowego systemu handlu emisjami CO_2, obejmującego transport drogowy i budownictwo mieszkaniowe (*EU ETS2*, por. punkt *Inflacja 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. Nieznane są również przyszłe ceny uprawnień do emisji CO_2. W konsekwencji zmiany te nie zostały uwzględnione w scenariuszu bazowym projekcji. Możliwe rozszerzenie systemu handlu emisjami CO_2 stanowi tym samym istotne ryzyko w górę dla kształtowania się cen energii i inflacji CPI w 2027 r.

Wykorzystanie środków w ramach KPO

Ważne źródło niepewności dla przyszłej ścieżki PKB stanowi skala wykorzystania środków w formie dotacji w ramach KPO, z uwagi na niską jak dotychczas ich realizację na tle całej przyznanej Polsce alokacji. Zgodnie z obowiązującymi ustaleniami dla tego instrumentu, wszystkie kamienie milowe i wartości docelowe dla projektów inwestycyjnych muszą zostać osiągnięte do końca przyszłego roku. Mniejsze wykorzystanie środków unijnych w ramach KPO względem założonej w scenariuszu centralnym ich pełnej absorbcji, wiązałoby się z obniżeniem dynamiki PKB w polskiej gospodarce w 2026 r., w tym zwłaszcza ścieżki inwestycji.

Wpływ czynników zewnętrznych

Zawarcie w ostatnich miesiącach przez Stany Zjednoczone wielu bilateralnych porozumień handlowych przyczyniło się do obniżenia względem poprzedniej rundy projekcyjnej niepewności w zakresie przyszłego kształtowania się polityki handlowej. Nadal natomiast utrzymuje się podwyższona niepewność odnośnie do relacji handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Chinami[39]. Jednak obecnie ważniejszym zewnętrznym źródłem ryzyka jest wpływ już wypracowanych uzgodnień na przyszłą ścieżkę inflacji i PKB w głównych gospodarkach.

W przypadku, gdyby wpływ wyraźnego wzrostu średniej efektywnej stawki celnej w Stanach Zjednoczonych na inflację okazał się silniejszy i bardziej trwały, ograniczałoby to skalę obniżek stóp procentowych przez Fed względem obecnych oczekiwań. Takie uwarunkowania oddziaływałyby w kierunku dalszego pogorszenia się sytuacji na amerykańskim rynku pracy, zwiększając skalę jego odchylenia względem stanu pełnego zatrudnienia, co skutkowałoby niższą ścieżką PKB w tej gospodarce. Wzrost barier w handlu światowym może również w większym stopniu od oczekiwań wpłynąć negatywnie na tempo wzrostu w strefie euro. Jednocześnie przyszła sytuacja ekonomiczna w tej gospodarce w istotnym stopniu będzie zależeć od kształtowania się ścieżki inwestycji, w tym od skali i tempa wykorzystania środków z funduszu inwestycji infrastrukturalnych w Niemczech. Na popyt inwestycyjny w strefie euro będzie mieć wpływ

[39] Jak dotąd Stany Zjednoczone i Chiny nie zawarły nowej umowy handlowej, a wcześniejsze uzgodnienia dotyczące wzajemnych stosunków handlowych obowiązują do 10 listopada br. W projekcji założono, że po tym terminie stawki celne pomiędzy tymi krajami pozostaną na niezmienionym poziomie.

również realizacja wydatków na obronność. W przypadku braku wyraźniejszej poprawy w gospodarce niemieckiej oraz wolniejszego tempa wzrostu w pozostałych krajach strefy euro, nastąpiłoby osłabienie krajowego eksportu oraz inwestycji, w rezultacie ścieżka PKB i inflacji CPI w Polsce ukształtowałaby się poniżej scenariusza bazowego.

Z drugiej strony, negatywny wpływ wzrostu protekcjonizmu w handlu światowym na sytuację makroekonomiczną w głównych gospodarkach może okazać się mniejszy od założeń przyjętych w scenariuszu centralnym. Pozytywny wpływ na koniunkturę w najbliższym otoczeniu ekonomicznym Polski miałyby również silniejsze pozytywne efekty zwiększonych wydatków w zakresie bezpieczeństwa w Europie oraz ekspansji fiskalnej w Niemczech. W przypadku realizacji powyższych czynników ryzyka nastąpiłby wzrost wydatków na inwestycje i konsumpcję w głównych gospodarkach strefy euro, 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.

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	3,0	2,8	2,9	3,2	2,9	2,9	2,6	2,5	2,4	2,3	3,6	3,7	2,9	2,5
Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, %, r/r)	5,4	3,8	3,9	4,1	3,6	3,4	3,2	3,1	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	2,6	4,3	3,3	3,1	2,9
Ceny żywności (%, r/r)	2,6	2,0	4,0	4,8	6,1	5,3	4,6	3,5	3,4	2,9	2,3	2,3	1,9	2,0	2,1	2,1	3,3	4,9	2,7	2,0
Ceny energii (%, r/r)	-4,1	-0,8	6,8	6,6	7,7	4,9	-0,5	0,6	1,3	3,7	3,2	3,1	2,4	1,7	1,6	1,7	2,0	3,1	2,7	1,9
PKB (%, r/r)	2,2	3,2	2,8	3,4	3,2	3,4	3,3	3,8	3,9	3,8	3,9	3,2	2,7	2,6	2,5	2,5	2,9	3,4	3,7	2,6
Popyt krajowy (%, r/r)	1,9	4,9	4,6	5,3	4,6	4,0	4,2	5,1	5,5	5,2	5,3	3,7	2,5	2,2	1,9	1,8	4,2	4,5	4,9	2,1
Spożycie gospodarstw domowych (%, r/r)	4,3	4,5	0,2	3,5	2,5	4,4	4,2	3,7	4,0	3,2	3,8	3,3	3,3	3,3	3,4	3,3	3,1	3,7	3,6	3,3
Spożycie publiczne (%, r/r)	9,2	11,3	5,2	7,6	2,0	2,1	7,9	6,6	5,5	3,1	2,9	2,8	2,1	2,4	2,9	2,5	8,2	5,8	3,6	2,5
Nakłady brutto na środki trwałe (%, r/r)	3,6	3,9	-4,3	-6,9	6,3	-1,0	2,9	10,7	7,6	10,5	11,6	4,5	-1,1	-1,0	-2,0	-1,6	-2,2	3,9	8,5	-1,4
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,4	-1,3	-1,6	-1,6	-1,1	-0,4	-0,7	-1,0	-1,2	-1,1	-1,1	-0,4	0,3	0,5	0,7	0,9	-1,1	-0,8	-1,0	0,6
Eksport (%, r/r)	3,3	4,5	0,0	0,2	1,1	1,5	2,2	2,7	3,2	3,2	3,5	4,1	4,3	4,3	4,2	4,1	2,0	2,0	3,5	4,2
Import (%, r/r)	2,9	7,6	3,1	3,5	3,5	2,6	3,8	5,1	5,9	5,7	6,1	5,3	4,2	3,7	3,3	2,8	4,2	3,9	5,7	3,5
Wynagrodzenia (%, r/r)	14,4	14,7	13,4	12,4	10,0	8,8	8,2	7,5	7,1	6,7	6,1	5,8	5,7	5,4	5,2	5,2	13,7	8,7	6,4	5,4
Pracujący (%, r/r)	-0,8	-0,5	0,0	-0,4	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	-0,4
Stopa bezrobocia (%)	2,9	2,9	3,0	2,8	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	2,8	2,9
NAWRU (%)	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	3,3	3,2	3,0	2,9
Stopa aktywności zawodowej (%)	58,6	58,4	58,4	58,4	58,3	58,4	58,4	58,4	58,4	58,4	58,3	58,2	58,2	58,2	58,1	58,1	58,5	58,4	58,3	58,1
Wydajność pracy (%, r/r)	3,0	3,8	2,8	3,9	4,0	3,4	3,4	3,8	3,6	3,7	3,9	3,5	3,0	3,0	3,0	2,8	3,4	3,6	3,7	3,0
Jednostkowe koszty pracy (%, r/r)	11,0	10,6	10,4	8,3	5,8	5,3	4,8	3,7	3,6	3,0	2,2	2,3	2,6	2,3	2,2	2,3	10,0	5,0	2,8	2,4
Produkt potencjalny (%, r/r)	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	3,2	3,0	3,0	3,0
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,9	-0,8	-1,0	-0,7	-0,7	-0,5	-0,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,4	0,2	-0,2
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)	1,28	1,38	1,33	1,35	1,33	1,25	1,20	1,12	1,12	1,16	1,19	1,18	1,18	1,21	1,22	1,19	1,33	1,22	1,16	1,20
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)	1,43	1,65	1,66	1,67	1,67	1,54	1,49	1,38	1,42	1,46	1,45	1,43	1,44	1,43	1,42	1,40	1,60	1,52	1,44	1,42
Deflator wartości dodanej za granicą (%, r/r)	2,2	1,9	1,8	2,1	1,9	2,1	2,3	1,8	2,2	2,0	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9
PKB za granicą (%, r/r)	0,5	0,6	0,9	1,2	1,4	1,3	1,1	0,8	0,7	0,9	1,2	1,5	1,5	1,5	1,3	1,2	0,8	1,2	1,1	1,4
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	1,5	1,3	0,7	0,3	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,3	0,3	-1,1	-1,5	-1,3
WIBOR 3M (%)	5,86	5,86	5,86	5,85	5,86	5,35	4,88	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	5,86	5,18	4,62	4,62

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

Dla większości zmiennych wartości do III kw. 2025 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości 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 wchodzą notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtłuszczonego 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 czerwiec – wrzesień 2025 r.

■ Data: 4 czerwca 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,50 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: 2 lipca 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,50 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: 2 lipca 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,25 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: 2 lipca 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 6/2025 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

■ Data: 2 września 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 7/2025 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2026.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

P. Litwiniuk był nieobecny.

■ Data: 3 września 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,75 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: 3 września 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,25 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: 3 września 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 8/2025 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