



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2026 r.

Raport o inflacji



Marzec 2026 r.

Raport o inflacji

Warszawa, 2026 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 24 lutego 2026 r. oraz dane o PKB w Polsce w IV kw. 2025 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 19 lutego 2026 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	10
1.4 Polityka pieniężna za granicą	12
1.5 Światowe rynki finansowe	13
2. Gospodarka krajowa	14
2.1 Ceny dóbr i usług	14
2.2 Popyt i produkcja	16
2.3 Sektor finansów publicznych	19
2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	20
2.5 Rynek pracy	22
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów	24
2.7 Pieniądz i kredyt	25
2.8 Bilans płatniczy	26
3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2025 r. – marzec 2026 r.	28
4. Projekcja inflacji i PKB	37
4.1 Synteza	38
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	39
4.3 Gospodarka polska w latach 2026-2028	42
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	48
4.5 Źródła niepewności projekcji	50
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2025 r. – styczeń 2026 r.	54

Synteza

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu o inflacji* dynamika PKB na świecie była stabilna i kształtowała się w pobliżu wieloletniej średniej. Koniunktura w sektorze usług była nadal korzystna. Towarzyszył temu wzrost globalnej produkcji przemysłowej, choć jej dynamika w głównych gospodarkach pozostała silnie zróżnicowana. Stopa bezrobocia w głównych gospodarkach rozwiniętych pozostawała relatywnie stabilna mimo obserwowanego osłabienia popytu na pracę. Roczna dynamika światowego handlu była nadal relatywnie wysoka.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu*, inflacja na świecie obniżyła się. Przyczynił się do tego spadek dynamiki cen w największych gospodarkach rozwiniętych, przy stabilizacji przeciętnej inflacji w gospodarkach wschodzących. Jednocześnie inflacja bazowa w większości gospodarek rozwiniętych – mimo obniżenia – pozostała podwyższona w warunkach wciąż wysokiej dynamiki cen usług. Roczna dynamika cen produkcji w przemyśle w ostatnim okresie wzrosła w Stanach Zjednoczonych, pozostała ujemna w Chinach oraz spadła w strefie euro.

Ceny surowców energetycznych na początku 2026 r. wzrosły, m.in. w konsekwencji napięć geopolitycznych oraz niskich temperatur na półkuli północnej, choć w dalszym ciągu były przeciętnie niższe niż rok wcześniej.

W ostatnich miesiącach większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych obniżyła stopy procentowe lub utrzymywała je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych obniżkach. Nastroje na światowych rynkach finansowych były kształtowane z jednej strony przez relatywnie dobre dane z gospodarki światowej oraz obniżenie stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, a z drugiej strony przez wzrost ryzyka geopolitycznego i zawirowania w polityce handlowej na świecie. Jednocześnie dolar amerykański osłabił się względem wielu innych walut, w tym euro.

W ostatnich kwartałach inflacja w Polsce wyraźnie się obniżyła i od lipca 2025 r. kształtuje się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Według wstępnych danych GUS w styczniu 2026 r. dynamika cen konsumpcyjnych wyniosła 2,2% r/r. Do spadku inflacji w ostatnim czasie przyczyniło się obniżenie rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz inflacji bazowej, w tym zwłaszcza rocznej dynamiki cen usług. Z kolei roczna dynamika cen energii w styczniu br. ukształtowała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do września ub.r.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS w całym 2025 r. PKB w Polsce wzrósł o 3,6% wobec 3,0% w 2024 r. W kierunku wyższej dynamiki PKB oddziaływał dalszy wzrost konsumpcji gospodarstw domowych (o 3,7% wobec 2,9% w 2024 r.) oraz wyraźne przyspieszenie inwestycji (wzrost o 4,2% wobec -0,9% w 2024 r.). W IV kw. 2025 r. roczna dynamika PKB w Polsce nieznacznie przyspieszyła – do 4,0% (wobec 3,8% r/r w III kw.).

Deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w pierwszych trzech kwartałach 2025 r. wyniósł 148,8 mld zł (3,8% PKB) wobec deficytu 118,2 mld zł (3,2% PKB) w tym samym okresie 2024 r. Wzrost deficytu w okresie I-III kw. 2025 r. był przede wszystkim efektem wysokiego tempa wzrostu wydatków publicznych. Zwiększyły się m.in. koszty pracy, w szczególności w związku ze wzrostem funduszu płac w jednostkach samorządu terytorialnego oraz w ochronie zdrowia. Do pogłębienia deficytu przyczynił się

również wzrost świadczeń społecznych pieniężnych. Ponadto znacznie wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku były zarówno wydatki na inwestycje publiczne, jak i koszty obsługi zadłużenia.

W III kw. 2025 r. zagregowany wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych wzrósł o 25,6% r/r (wobec 1,7% r/r w II kw. 2025 r.) dzięki wyraźnej poprawie wyniku na pozostałej działalności operacyjnej, przy nieznacznym spadku wyniku ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Pomimo niewielkiego spadku wskaźnika rentowności sprzedaży większość analizowanych wskaźników rentowności sektora przedsiębiorstw w III kw. 2025 r. była wyższa niż rok wcześniej, choć utrzymywała się poniżej długookresowej średniej. Z kolei płynność sektora przedsiębiorstw poprawiła się i w większości sekcji gospodarki pozostawała wysoka.

Na rynku pracy dane dotyczące II połowy 2025 r. wskazywały na niewielkie zmiany zatrudnienia. Jednocześnie utrzymywało się niskie bezrobocie. Z kolei wzrost wynagrodzeń nominalnych w II połowie 2025 r. był wolniejszy niż w I połowie ub.r.

W ostatnich miesiącach na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływały w szczególności nastroje na światowych rynkach finansowych oraz obniżenie stóp procentowych NBP w 2025 r. Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się w warunkach obniżek stóp procentowych NBP, spowalniającej inflacji oraz silnych fundamentów polskiej gospodarki. Jednocześnie złoty nieznacznie umocnił się wobec głównych walut.

Dynamika agregatu M3 w IV kw. 2025 r. zmniejszyła się nieznacznie i wyniosła 10,9% r/r (wobec 11,1% r/r w III kw.), co wynikało z obniżenia się dynamiki depozytów gospodarstw domowych. W przeciwnym kierunku oddziaływało przyspieszenie wzrostu depozytów przedsiębiorstw oraz gotówki w obiegu. Tempo wzrostu zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w IV kw. 2025 r. przyspieszyło do 4,5% r/r, a zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw do 9,5% r/r.

Saldo rachunku bieżącego oraz kształtowanie się pozostałych wskaźników nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki. W IV kw. 2025 r. saldo rachunku bieżącego poprawiło się, choć pozostało ujemne. Z kolei zadłużenie zagraniczne brutto w relacji do PKB utrzymało 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 listopad 2025 r. – styczeń 2026 r. oraz *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w lutym i marcu 2026 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2025 r. – styczeń 2026 r.

W rozdziale 4. *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 19 lutego 2026 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6 – 2,9% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,0% w projekcji z listopada ub.r.), 1,1 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,1 – 4,1%) oraz 0,9 – 4,0% w 2028 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w

przedziale 3,1 – 4,7% w 2026 r. (wobec 2,7 – 4,6% w projekcji z listopada ub.r.), 2,0 – 3,8% w 2027 r. (wobec 1,5 – 3,7%) oraz 1,8 – 4,1% w 2028 r.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

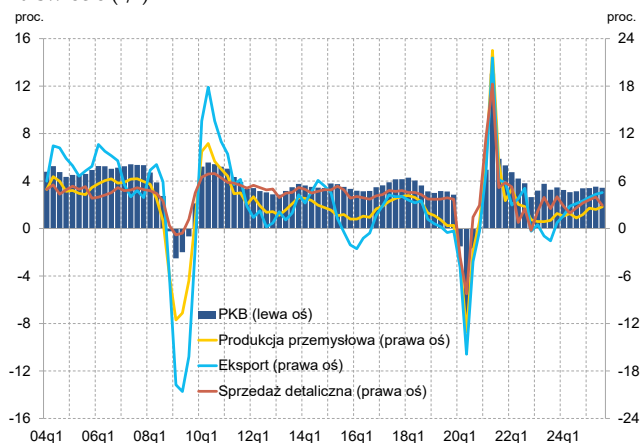
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* dynamika PKB na świecie była stabilna i kształtowała się w pobliżu wieloletniej średniej (Wykres 1.1). Koniunktura w sektorze usług była nadal korzystna. Towarzyszył temu wzrost globalnej produkcji przemysłowej, choć jej dynamika w głównych gospodarkach pozostała silnie zróżnicowana. Stopa bezrobocia w głównych gospodarkach rozwiniętych pozostawała relatywnie stabilna mimo obserwowanego osłabienia popytu na pracę. Roczna dynamika światowego handlu była nadal relatywnie wysoka.

W strefie euro dynamika PKB w III kw. 2025 r. obniżyła się nieznacznie (do 1,4% r/r wobec 1,5% r/r w II kw. ub.r.) pod wpływem słabszego wzrostu konsumpcji prywatnej i inwestycji (Wykres 1.2)¹. Mniejszy był także wkład zapasów. Natomiast ujemny wkład eksportu netto do dynamiki PKB zmniejszył się w III kw. ub.r. za sprawą wzrostu eksportu. Według wstępnego odczytu w IV kw. 2025 r. dynamika PKB spowolniła do 1,3% r/r², przy czym tempo wzrostu PKB nadal istotnie różniło się między głównymi gospodarkami³. W II połowie 2025 r. koniunktura w sektorze przemysłowym strefy euro pozostała osłabiona, co ograniczało wzrost zatrudnienia. Jednocześnie stopa bezrobocia w grudniu obniżyła się do 6,2%.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w IV kw. 2025 r. wyniosła 2,2% r/r (wobec 2,3% r/r w III

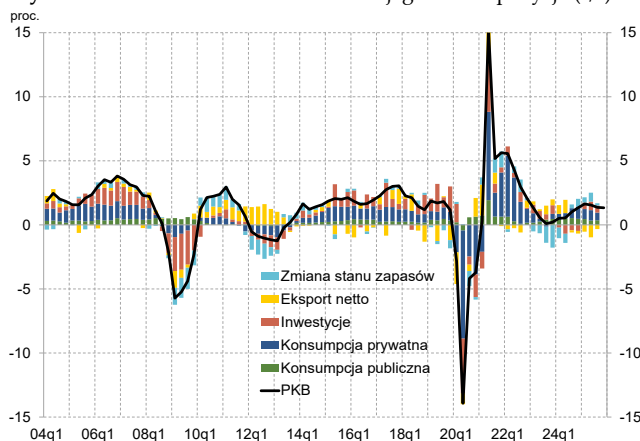
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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.

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



Źródło: dane Eurostat.

¹ W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w strefie euro wyniosła 0,3% w III kw. 2025 r. wobec 0,1% w II kw. ub.r.

² W ujęciu kw/kw dynamika PKB w strefie euro w IV kw. 2025 r. wyniosła 0,3%.

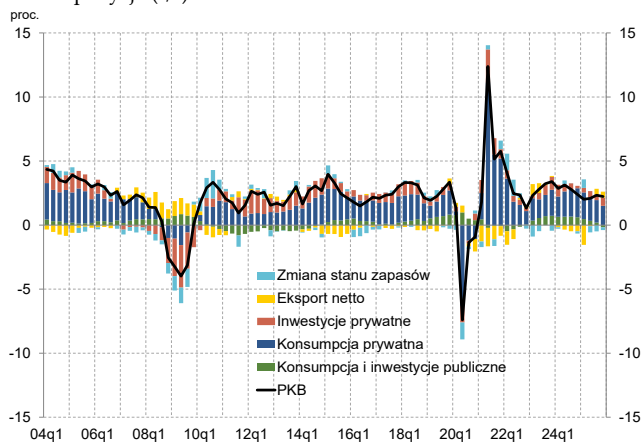
³ W Hiszpanii dynamika PKB w IV kw. 2025 r. wyniosła 2,6% r/r, we Francji 1,1% r/r, we Włoszech 0,8% r/r, a w Niemczech 0,4% r/r.

kw. 2025 r.; Wykres 1.3)⁴. Była ona wspierana przez wzrost popytu wewnętrznego w zakresie konsumpcji prywatnej i inwestycji. Nieznacznie dodatni wpływ na wzrost PKB miał także eksport netto, natomiast spadek wydatków rządowych będący efektem zawieszenia prac rządu federalnego⁵ ograniczył dynamikę PKB. Również zmiany zatrudnienia ogółem w IV kw. 2025 r. pozostawały pod silnym wpływem dostosowań zatrudnienia w sektorze rządowym. Stopa bezrobocia po przejściowym wzroście, obniżyła się do 4,3% w styczniu 2026 r., pozostając jednocześnie nieznacznie powyżej poziomów notowanych w I połowie 2025 r.

W Chinach dynamika PKB w IV kw. 2025 r. wyniosła⁶ 4,5% r/r wobec 4,8% r/r w III kw. ub.r. W IV kw. 2025 r. największy wkład do wzrostu gospodarczego wniosła konsumpcja, choć był on niższy niż w III kw. ub.r., wobec wygaśnięcia wpływu podjętych wcześniej przez władze działań stymulujących popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych. Zmniejszył się także wkład inwestycji, do czego w istotnym stopniu przyczyniło się pogłębienie spadku inwestycji na rynku nieruchomości. Jednocześnie wzrósł wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

W gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro⁷ dynamika aktywności w II połowie 2025 r. była zróżnicowana. W III kw. 2025 r. PKB wzrósł o 2,8% r/r w Czechach, o 0,7% r/r na Węgrzech i o 1,4% r/r w Rumunii⁸. We wszystkich trzech gospodarkach w kierunku wyższego PKB oddziaływały konsumpcja prywatna i zmiana stanu zapasów. W Czechach i Rumunii wzrost wspierały również inwestycje i spożycie zbiorowe. Z kolei jedynie w Czechach eksport netto miał dodatni wkład do dynamiki

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

⁴ W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych wzrósł w IV kw. 2025 r. o 1,4% r/r wobec wzrostu o 4,4% r/r w III kw. 2025 r.

⁵ W okresie od 1 października 2025 r. do 12 listopada 2025 r. prace rządu federalnego były wstrzymane ze względu na brak porozumienia w Kongresie w sprawie przyjęcia prowizorium budżetowego (*government shutdown*).

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

⁷ Analizowana grupa krajów obejmuje Czechy, Węgry i Rumunię.

⁸ W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w III kw. 2025 r. wyniosła 0,8% w Czechach, 0,0% na Węgrzech i -0,1% w Rumunii.

PKB. W IV kw. 2025 r. dynamika PKB w ujęciu rocznym obniżyła się do 2,4% w Czechach, do 0,5% na Węgrzech i do -1,6% w Rumunii⁹. W II połowie 2025 r. stopa bezrobocia kształtowała się przeciętnie na wyższych poziomach niż w I połowie ub.r. w Czechach i na Węgrzech (i w grudniu wyniosła odpowiednio 3,1% i 4,5%), podczas gdy w Rumunii pozostała na stabilnym poziomie (6,0% w grudniu).

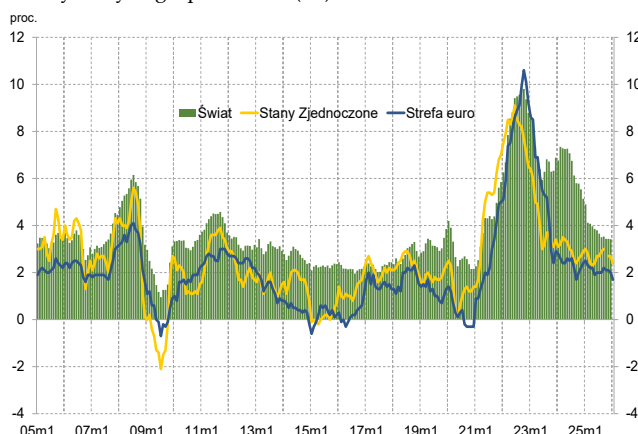
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu*, inflacja na świecie obniżyła się (Wykres 1.4). Przyczynił się do tego spadek dynamiki cen w największych gospodarkach rozwiniętych, przy stabilizacji przeciętnej inflacji w gospodarkach wschodzących. Jednocześnie inflacja bazowa w większości gospodarek rozwiniętych – mimo obniżenia – pozostała podwyższona, w warunkach wciąż wysokiej dynamiki cen usług (Wykres 1.5). Roczna dynamika cen produkcji w przemyśle w ostatnim okresie wzrosła w Stanach Zjednoczonych, pozostała ujemna (mimo wzrostu) w Chinach oraz spadła w strefie euro (Wykres 1.6).

W strefie euro inflacja HICP – według wstępnych danych Eurostatu – obniżyła się w styczniu 2026 r. do 1,7% r/r (wobec 2,2% we wrześniu 2025 r.). Do spadku inflacji w największym stopniu przyczyniło się obniżenie dynamiki cen energii (do -4,1% r/r wobec -0,4% r/r we wrześniu). Spadły również dynamiki cen towarów przemysłowych (0,4% r/r wobec 0,7% r/r we wrześniu 2025 r.) oraz żywności (2,7% r/r wobec 3,0% r/r), szczególnie żywności przetworzonej. Po przejściowym wzroście do listopada 2025 r. (do 3,5% r/r) dynamika cen usług w styczniu 2026 r. spadła do poziomu z września (3,2% r/r). Inflacja bazowa w styczniu 2026 r. obniżyła się do 2,2% r/r.

W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI obniżyła się w styczniu 2026 r. do 2,4% r/r (z 3,0% r/r we

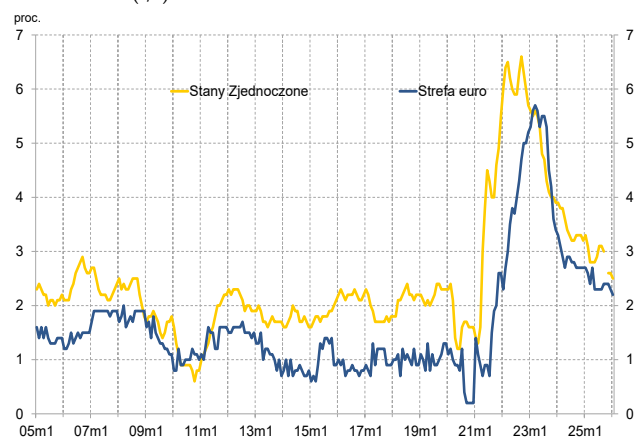
Wykres 1.4 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



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; brak danych za październik 2025 r. wynika z zawieszenia prac rządu federalnego (*government shutdown*). 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; brak danych za październik 2025 r. wynika z zawieszenia prac rządu federalnego (*government shutdown*). Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych.

⁹ W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w IV kw. 2025 r. wyniosła 0,5% w Czechach, 0,2% na Węgrzech i -1,9% w Rumunii.

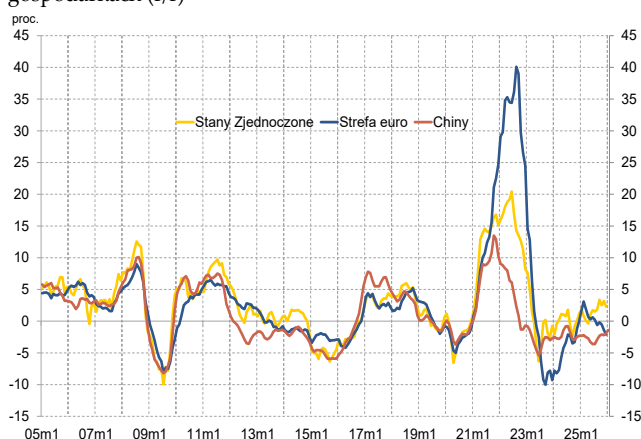
wrześniu)¹⁰, co wynikało ze spadku inflacji bazowej oraz – w mniejszym stopniu – ze spadku dynamiki cen energii. Nieznacznie niższa była także dynamika cen żywności. Inflacja bazowa CPI w styczniu 2026 r. obniżyła się do 2,5% r/r (wobec 3,0% r/r we wrześniu) w wyniku spadku dynamiki cen usług, jak również niższej dynamiki cen towarów¹¹.

W gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja HICP kształtowała się w zróżnicowany sposób (Wykres 1.7). W grudniu 2025 r. inflacja spadła do 1,8% r/r w Czechach (z 2,0% r/r we wrześniu) i do 3,3% r/r na Węgrzech (z 4,3% r/r we wrześniu), a w Rumunii pozostała na niezmienionym – względem września – poziomie 8,6% r/r¹². W kierunku niższej inflacji w tych trzech gospodarkach oddziaływał spadek dynamik cen energii oraz żywności. W tym samym okresie inflacja bazowa nie zmieniła się w Czechach (i wyniosła 2,9% r/r), natomiast – w warunkach wyższej dynamiki cen usług – zwiększyła się na Węgrzech (do 5,5% r/r z 4,9% r/r) i w Rumunii (do 8,4% r/r z 8,0% r/r). Według wstępnych odczytów krajowych urzędów statystycznych, w styczniu 2026 r. inflacja HICP wyraźnie obniżyła się w Czechach (do 1,2% r/r) i na Węgrzech (do 2,3% r/r)¹³.

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny surowców energetycznych na początku 2026 r. wzrosły, m.in. w konsekwencji napięć geopolitycznych oraz niskich temperatur na

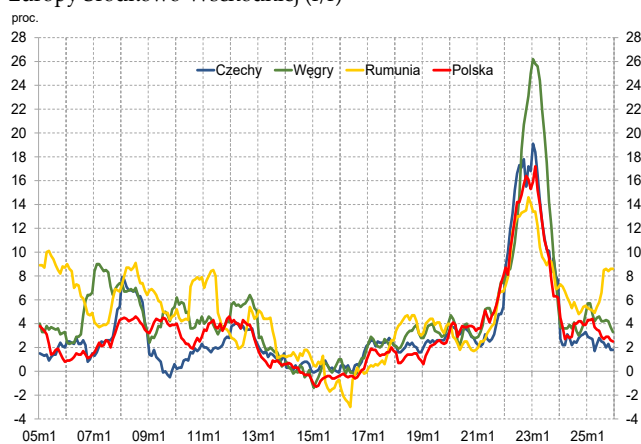
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen produkcji w wybranych gospodarkach (r/r)



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

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

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



Źródło: dane Eurostat.

¹⁰ Inflacja PCE – do której odnosi się cel inflacyjny Rezerwy Federalnej – wyniosła 2,9% r/r w grudniu 2025 r. wobec 2,7% w sierpniu 2025 r.

¹¹ W styczniu 2026 r. dynamika cen usług wyniosła 2,9% r/r (wobec 3,5% r/r we wrześniu 2025 r.), natomiast dynamika cen towarów wyniosła 1,1% r/r (wobec 1,5% r/r we wrześniu).

¹² Za wysoką – na tle pozostałych dwóch gospodarek EŚW – inflację w Rumunii odpowiadały m.in. efekty wygaśnięcia w lipcu 2025 r. 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 2025 r.

¹³ W styczniu 2026 r. inflacja CPI spadła do 1,6% r/r w Czechach (z 2,3% r/r we wrześniu 2025 r.), do 2,1% r/r na Węgrzech (z 4,3% r/r we wrześniu) i do 9,6% r/r w Rumunii (z 9,9% r/r we wrześniu).

półkuli północnej, choć w dalszym ciągu były przeciętnie niższe niż rok wcześniej¹⁴.

Średnia cena ropy naftowej Brent w lutym była o 8% niższa niż w analogicznym okresie 2025 r. (Wykres 1.8). Do spadku cen w ujęciu rocznym przyczyniały się obawy dotyczące perspektyw aktywności w gospodarce światowej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), między innymi w związku ze zmianami polityki handlowej największych gospodarek, a także wyższa podaż ropy, w tym na skutek wcześniejszego zwiększania produkcji przez OPEC+. Na krótkookresową zmienność cen wpływał także przebieg agresji Rosji przeciw Ukrainie oraz napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie i w Wenezueli.

Ceny gazu ziemnego w lutym 2026 r. były niższe o 26% niż rok wcześniej (Wykres 1.9). Spadkowi europejskich cen tego surowca – oprócz obaw dotyczących koniunktury na świecie – sprzyjała korzystna sytuacja podażowa pomimo ograniczonych dostaw gazu z Rosji, a także wysoka produkcja energii elektrycznej z innych źródeł, zwłaszcza odnawialnych. W przeciwnym kierunku oddziaływał względnie niski poziom zapasów gazu w Europie oraz wprowadzenie zakazu zawierania nowych umów na import do UE rosyjskiego gazu z końcem 2025 r. Na skutek niskich temperatur w Europie ceny gazu na początku roku silnie wzrosły i w lutym br. były o 21% wyższe względem grudnia 2025 r. Z kolei ceny węgla w lutym 2026 r. były zbliżone do poziomu sprzed roku. Wpłynęła na to z jednej strony dobra sytuacja podażowa na tym rynku, a z drugiej sezonowy wzrost cen od jesieni ub.r., w efekcie którego ceny były o 18% wyższe niż w październiku 2025 r.

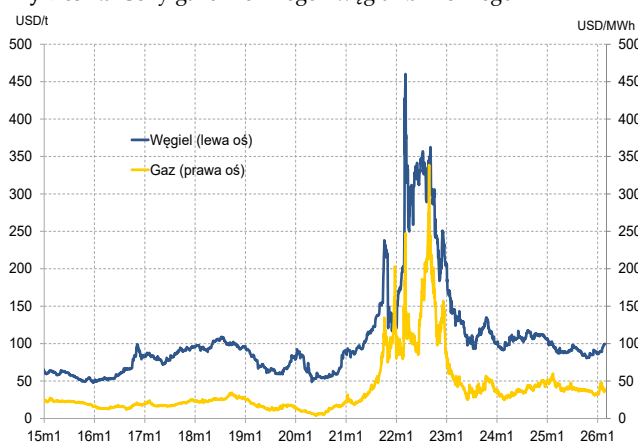
Indeks cen surowców rolnych NBP w IV kw. ub.r. wyraźnie się obniżył, kontynuując spadek widoczny w całym 2025 r., natomiast na początku

Wykres 1.8 Cena baryłki ropy naftowej Brent



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.9 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.10 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

¹⁴ Średnie ceny surowców energetycznych w lutym 2026 r. obliczono na podstawie danych do 23 lutego 2026 r.

2026 r. ustabilizował się. W lutym ceny surowców rolnych były przeciętnie niższe o 21% r/r¹⁵ (Wykres 1.10). W ostatnich miesiącach obniżyły się przede wszystkim ceny europejskiej wieprzowiny w warunkach rosnącej produkcji i słabszego popytu (zwłaszcza ze strony Chin w związku z wprowadzeniem ceł importowych). Spadły również ceny ziemniaków, kawy oraz masła wobec poprawy sytuacji podaźowej na tych rynkach.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

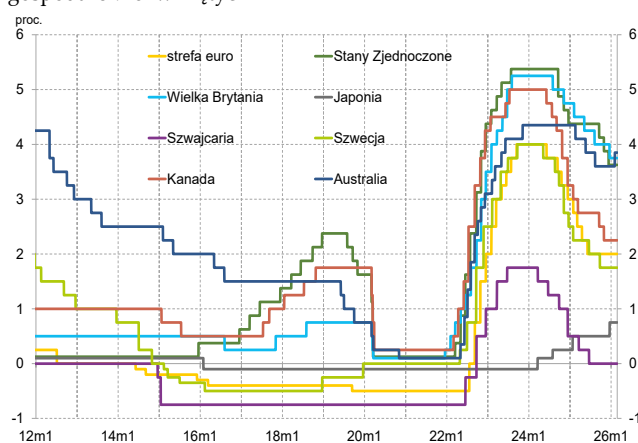
W ostatnich miesiącach większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych obniżyła stopy procentowe lub utrzymywała je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych obniżkach. Jednocześnie we wszystkich gospodarkach rozwiniętych stopy procentowe kształtowały się powyżej poziomów sprzed wybuchu pandemii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

Europejski Bank Centralny utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%, po tym jak od 2024 r. obniżył ją łącznie o 2,00 pkt proc. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w styczniu 2026 r. utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, po trzykrotnym ich obniżeniu (każdorazowo o 0,25 pkt proc.) w II poł. 2025 r. i łącznej obniżce o 1,75 pkt proc. od 2024 r. W efekcie przedział dla stopy *fed funds* wynosi obecnie 3,50-3,75%.

W ostatnim czasie również część banków centralnych pozostałych gospodarek rozwiniętych, w tym Wielkiej Brytanii i Kanady, obniżyła stopy procentowe, natomiast w Japonii i Australii podwyższono stopy procentowe.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* w regionie Europy Środkowo-Wschodniej banki centralne Czech i Rumunii utrzymywały stopy

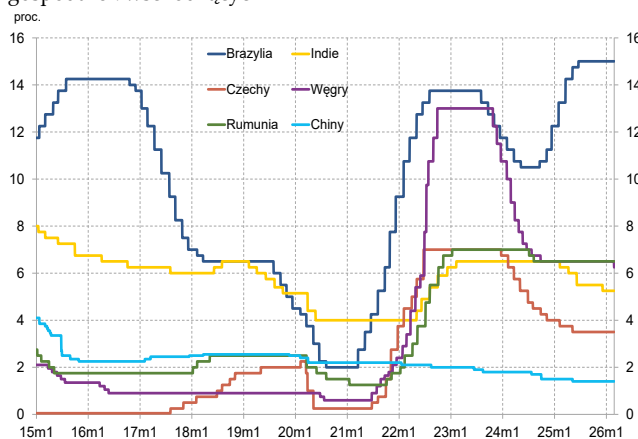
Wykres 1.11 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



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*.

¹⁵ Indeks cen surowców rolnych za luty uwzględnia dane do 20 lutego 2026 r.

procentowe na niezmiennym poziomie. Natomiast Bank Węgier w lutym 2026 r. obniżył stopy procentowe.

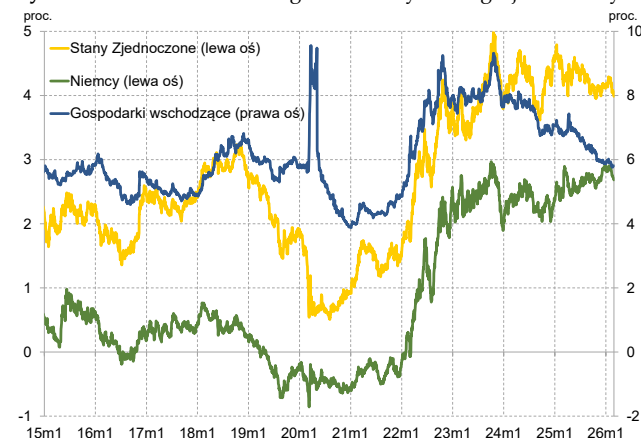
Z kolei część banków centralnych pozostałych gospodarek wschodzących obniżyła stopy procentowe (m.in. w Indiach, Meksyku, RPA i Turcji), a część utrzymywała je na niezmiennym poziomie (m.in. w Brazylii i Chinach).

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych były kształtowane z jednej strony przez relatywnie dobre dane z gospodarki światowej oraz obniżenie stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, a z drugiej strony przez wzrost ryzyka geopolitycznego i zawirowania w polityce handlowej na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* i rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W tych uwarunkowaniach, a także wobec poluzowania polityki fiskalnej w części gospodarek, rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech wzrosły (Wykres 1.13). Wzrosły również indeksy giełdowe na świecie, które w gospodarkach rozwiniętych kształtowały się w ostatnim czasie na rekordowo wysokich poziomach (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

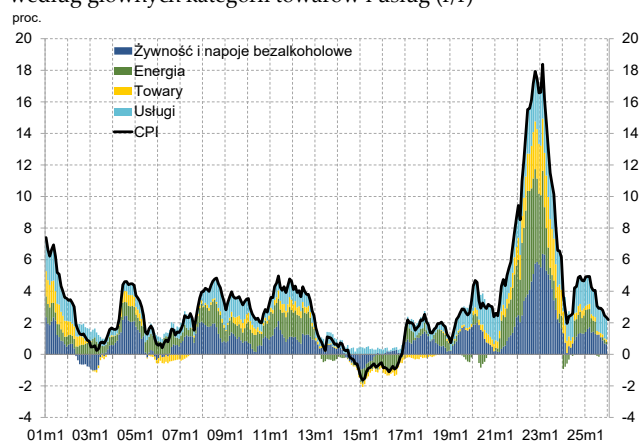
2.1 Ceny dóbr i usług

W ostatnich kwartałach inflacja wyraźnie się obniżyła i od lipca 2025 r. kształtuje się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Według wstępnych danych GUS w styczniu 2026 r. dynamika cen konsumpcyjnych wyniosła 2,2% r/r (wobec 2,9% r/r we wrześniu 2025 r.; Wykres 2.1). Do spadku inflacji w ostatnim czasie przyczyniło się obniżenie rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz inflacji bazowej, w tym zwłaszcza rocznej dynamiki cen usług. Z kolei roczna dynamika cen energii w styczniu br. ukształtowała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do września ub.r.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych zmniejszyła się do 2,4% r/r w styczniu br. (według wstępnych danych GUS) z 4,2% r/r we wrześniu 2025 r. Spadła roczna dynamika cen żywności nieprzetworzonej, w tym mięsa (za sprawą wzrostu krajowej produkcji drobiu i większej podaży wieprzowiny w UE przy osłabionym popycie z Chin) oraz owoców i warzyw (m.in. na skutek wyższych zbiorów w Polsce w 2025 r.). Obniżyła się również roczna dynamika cen żywności przetworzonej, w szczególności olejów i tłuszczów (zwłaszcza masła wskutek nadpodaży na rynku mleka) oraz produktów nabiałowych i zbożowych (w związku z wygasaniem presji kosztowej, spadkiem cen surowców i oddziaływaniem efektów statystycznych; por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców).

Można szacować, że dynamika cen energii w styczniu 2026 r. była zbliżona do września 2025 r. (wyniosła wówczas 0,1% r/r; Wykres 2.2). W IV kw. 2025 r. dynamika ta zmieniała się głównie pod wpływem wahań cen paliw. Obniżenie się

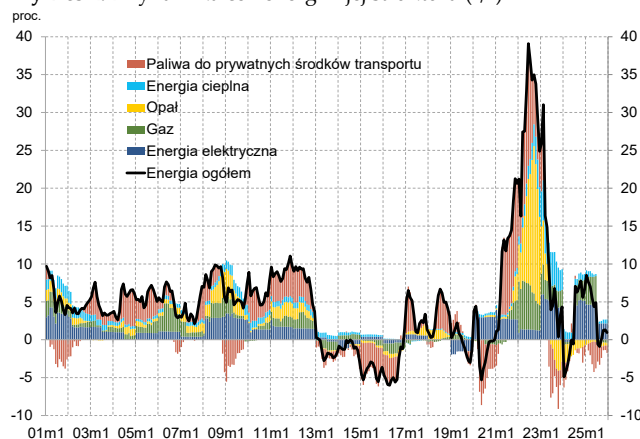
Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i jej struktura według głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja CPI w styczniu 2026 r. - wstępne dane GUS.

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



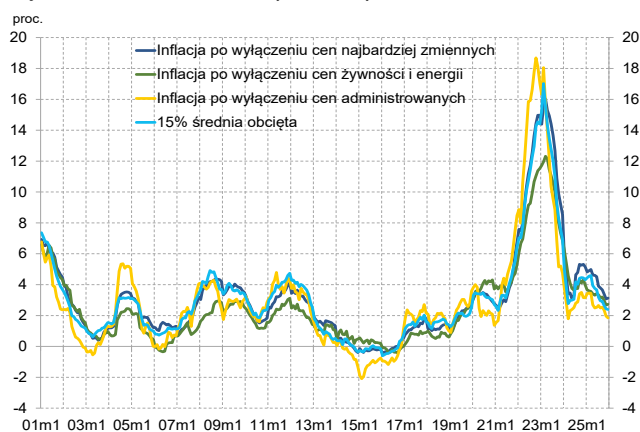
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

dynamiki w styczniu wynikało przede wszystkim z dalszego spadku cen paliw w ujęciu rocznym oraz efektu bazy związanego ze wzrostem stawek dystrybucyjnych na gaz ziemny w styczniu 2025 r. Spadek ten był ograniczany przez wzrost przeciętnych rachunków za energię elektryczną w związku z zatwierdzeniem nowych taryf i opłat na 2026 r. dla gospodarstw domowych (w tym ze wzrostem opłat mocowej i OZE).

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się do 2,7% r/r w grudniu 2025 r. z 3,2% r/r we wrześniu (Wykres 2.3)¹⁶. Spadek ten wynikał z niższej rocznej dynamiki cen usług (5,2% w grudniu wobec 5,8% we wrześniu) oraz – w mniejszym stopniu – ze spadku rocznej dynamiki cen towarów nieżywnościowych (do 0,5% w grudniu z 0,8% we wrześniu). W warunkach stopniowo spowalniającej dynamiki płac obniżyła się roczna dynamika cen usług rynkowych (do 4,8% w grudniu z 5,5% we wrześniu) – w tym usług łączności i związanych z wypoczynkiem (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*). Spadła również dynamika cen usług administrowanych (do 6,8% w grudniu z 7,1% we wrześniu), głównie na skutek wygasania efektów wcześniejszych podwyżek cen usług kanalizacyjnych i za wywóz śmieci. Z kolei obniżenie się rocznej dynamiki cen towarów nieżywnościowych wynikało z pogłębienia spadku cen towarów rynkowych (do -1,4% w grudniu z -0,8% we wrześniu) – w tym odzieży i obuwia, pojazdów oraz towarów związanych z higieną osobistą, czemu sprzyjał m.in. import do Europy relatywnie tanich towarów z Chin. Jednocześnie roczna dynamika cen towarów akcyzowych i administrowanych była wciąż podwyższona (7,3% w grudniu).

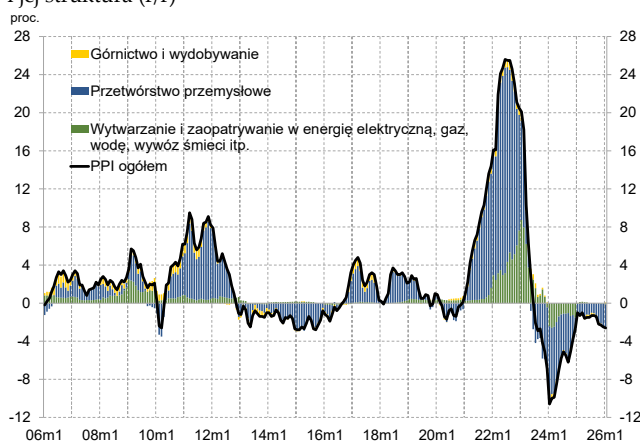
W ostatnich miesiącach roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu pozostawała ujemna, a skala spadku cen nieco się pogłębiła

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



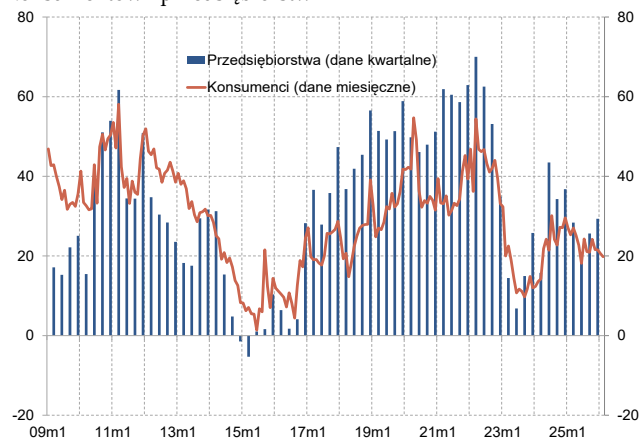
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

¹⁶ W ostatnich miesiącach 2025 r. obniżyły się także pozostałe miary inflacji bazowej. W grudniu inflacja po wyłączeniu cen administrowanych spadła do 1,8% r/r (z 2,5% r/r we wrześniu), inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych do 3,1% r/r (z 3,7% r/r), a 15% średnia obciążenia do 2,4% r/r (z 2,9% r/r).

(-2,6% r/r w styczniu wobec -1,4% r/r we wrześniu; Wykres 2.4), przede wszystkim w następstwie silniejszego spadku cen w produkcji artykułów spożywczych oraz koksu i produktów rafinacji ropy naftowej. Ceny producenta nadal obniżały się w ujęciu rocznym w zdecydowanej większości działów przemysłu. W szczególności spadały ceny dóbr energetycznych, co ograniczało dynamikę cen produkcji na dalszych etapach łańcucha tworzenia wartości.

Ostatnie dostępne dane o statystykach bilansowych dotyczących oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw kształtują się poniżej swych długookresowych średnich. W lutym 2026 r. statystyka bilansowa odzwierciedlająca anketowe opinie konsumentów na temat przyszłych zmian cen była niższa niż w październiku 2025 r. Z kolei statystyka bilansowa odzwierciedlająca anketowe opinie przedsiębiorstw na temat przyszłych zmian cen była w IV kw. 2025 r. wyższa niż w III kw. 2025 r. (Wykres 2.5).

Prognozy inflacji formułowane przez ekspertów zewnętrznych wskazują, że ich zdaniem inflacja CPI w kolejnych latach pozostanie zgodna z celem inflacyjnym NBP (Tabela 2.1; Wykres 2.6). W horyzoncie 4 kwartałów – zgodnie z wynikami Ankiety Makroekonomicznej z grudnia 2025 r. i ankiety agencji Reuters z lutego 2026 r. – prognozy te obniżyły się względem formułowanych we wrześniu 2025 r., zaś w horyzoncie 8 kwartałów pozostały względnie stabilne.

2.2 Popyt i produkcja

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS w całym 2025 r. PKB w Polsce wzrósł o 3,6% wobec 3,0% w 2024 r. W kierunku wyższej dynamiki PKB oddziaływał dalszy wzrost konsumpcji gospodarstw domowych (o 3,7% wobec 2,9% w 2024 r.) oraz wyraźne przyspieszenie inwestycji (wzrost o 4,2% wobec -0,9% w 2024 r.).

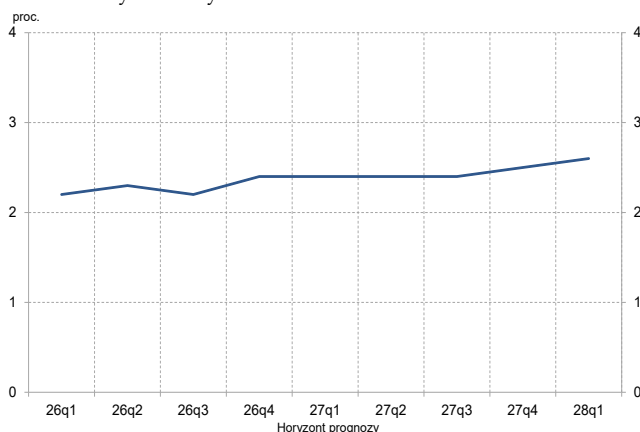
Tabela 2.1 Oczekiwanie inflacyjne analityków rynkowych i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

Ankieta przeprowadzona w:					
	25q1	25q2	25q3	25q4	26q1
Ankieta Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	3,4	2,8	2,8	2,5	2,4
Ankieta Reuters, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	3,3 (2,6-4,1)	3,0 (2,4-3,5)	2,9 (2,4-3,4)	2,6 (2,2-3,0)	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,8 (2,1-3,7)	3,1 (2,1-3,5)	2,6 (2,0-3,4)	2,5 (1,9-3,1)	-

Źródło: dane NBP i LSEG Datastream.

Oczekiwanie inflacyjne analityków rynkowych przedstawiają medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters w ostatnim miesiącu kwartału, z wyjątkiem I kw. br., dla którego podano prognozę z lutego. Oczekiwanie 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.

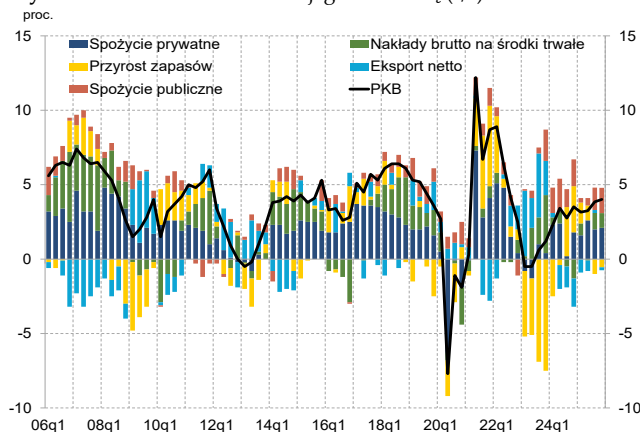
Wykres 2.6 Prognozy inflacji według analityków rynkowych ankietowanych w lutym 2026 r.



Źródło: dane LSEG Datastream.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters.

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



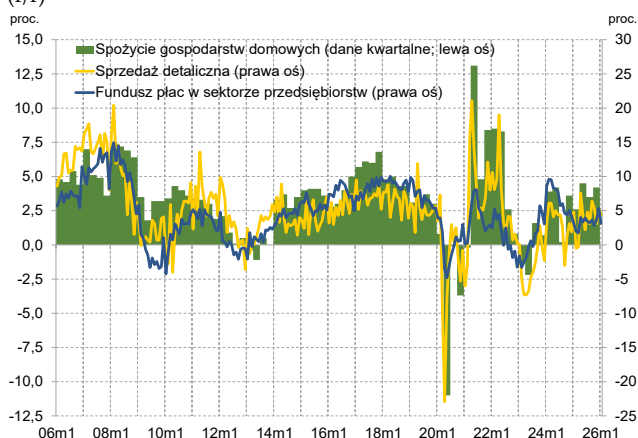
Źródło: dane GUS.

W IV kw. 2025 r. roczna dynamika PKB w Polsce nieznacznie przyspieszyła – do 4,0% (wobec 3,8% r/r w III kw.; Wykres 2.7). Złożył się na to wzrost dynamiki konsumpcji prywatnej i poprawa wkładu zapasów. Natomiast spadła dynamika konsumpcji publicznej i inwestycji, a także wkład eksportu netto.

Dynamika spożycia gospodarstw domowych przyspieszyła w IV kw. 2025 r. do 4,2% r/r (wobec 3,5% r/r w III kw. 2025 r.; Wykres 2.8). Utrzymywaniu się solidnego wzrostu konsumpcji w ostatnich kwartałach sprzyjały rosnące dochody gospodarstw domowych. W warunkach obniżającej się inflacji realna dynamika wynagrodzeń była wyższa od wieloletniej średniej (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*). Jednocześnie nastroje konsumentów w IV kw. 2025 r. kształtowały się relatywnie korzystnie na tle ostatnich lat (Wykres 2.9).

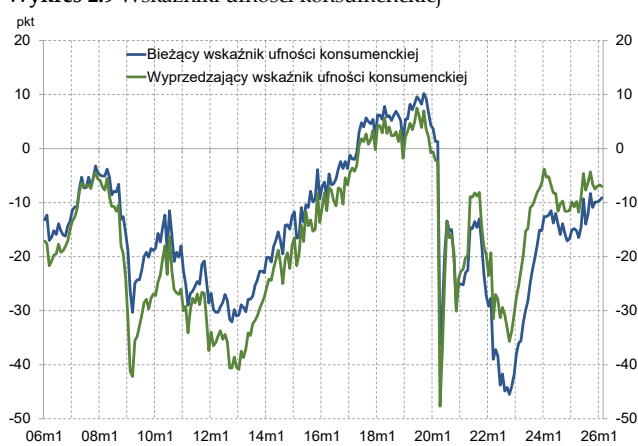
Dynamika nakładów brutto na środki trwałe – po silnym wzroście w III kw. 2025 r. (7,1% r/r) – w IV kw. 2025 r. spowolniła (do 4,7% r/r). Do obniżenia się dynamiki inwestycji ogółem przyczynił się niższy wzrost inwestycji publicznych. Prawdopodobnie wpłynęły na to wykazujące znaczną zmienność wydatki związane z zakupami sprzętu wojskowego. Ponadto w IV kw. ub.r. wyraźnie obniżyła się dynamika produkcji budowlanej w zakresie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, w tym infrastruktury drogowej. Z kolei czynnikiem wspierającym nakłady na środki trwałe był napływ funduszy unijnych, m.in. w ramach Krajowego Programu Odbudowy. Jednocześnie w IV kw. ub.r. zwiększyła się dynamika inwestycji mieszkaniowych, czemu mogły sprzyjać korzystniejsze warunki finansowania. Zgodnie z badaniami ankietowymi NBP¹⁷ optymizm inwestycyjny przedsiębiorstw pozostał w tym

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.

¹⁷ Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2026 r.

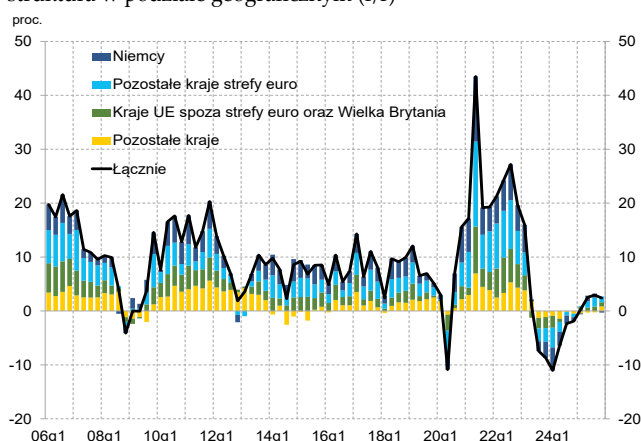
okresie na poziomie nieco wyższym od wieloletniej średniej.

Wkład eksportu netto do PKB w IV kw. obniżył się (do -0,2 pkt proc. wobec 0,2 pkt proc. w III kw. 2025 r.). W porównaniu z poprzednim kwartałem spadła zarówno dynamika eksportu, jak i importu. W przypadku handlu towarami dane nominalne¹⁸ wskazują na kontynuację wzrostu eksportu w ujęciu rocznym, za który odpowiadała przede wszystkim niewielka poprawa eksportu towarów do krajów spoza strefy euro (Wykres 2.10). Dynamika eksportu towarów jest przy tym nadal relatywnie niska w warunkach słabej kondycji przemysłu u głównych partnerów handlowych Polski.

Dynamika wartości dodanej brutto (WDB) wyniosła w IV kw. 2025 r. 3,5% r/r (wobec 3,4% r/r w III kw. 2025 r.; Wykres 2.11). Wszystkie sektory miały dodatni wkład do wzrostu WDB, a w szczególności utrzymał się wyraźnie dodatni wzrost WDB w przemyśle i usługach rynkowych. W budownictwie – po okresie słabego wzrostu – w IV kw. 2025 r. dynamika WDB wyraźnie przyspieszyła.

W styczniu 2026 r. dynamika sprzedaży detalicznej wyniosła 4,4% r/r (wobec 5,6% r/r w IV kw. 2025 r.) w warunkach relatywnie stabilnych nastrojów konsumentów, a także dobrej sytuacji na rynku pracy (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*). Produkcja przemysłowa w styczniu 2026 r. obniżyła się w ujęciu rocznym (o 1,5%), po wzroście w IV kw. 2025 r. (o 3,9% r/r). Także produkcja budowlano-montażowa odnotowała spadek (o 12,8% r/r wobec wzrostu o 3,0% r/r¹⁹ w IV kw. 2025 r.), który prawdopodobnie był związany z niekorzystnymi warunkami pogodowymi.

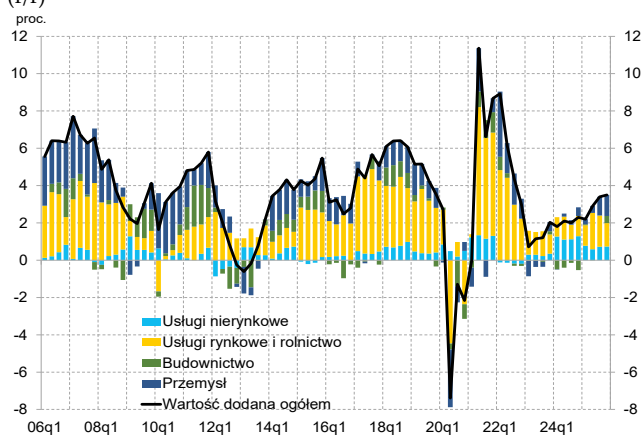
Wykres 2.10 Dynamika nominalnej wartości eksportu oraz jej struktura w podziale geograficznym (t/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Nominalna dynamika polskiego eksportu towarów w złotych.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁸ Nominalne dynamiki importu i eksportu towarów według danych GUS.

¹⁹ Dynamika kwartalna produkcji budowlano-montażowej obliczona na podstawie danych miesięcznych.

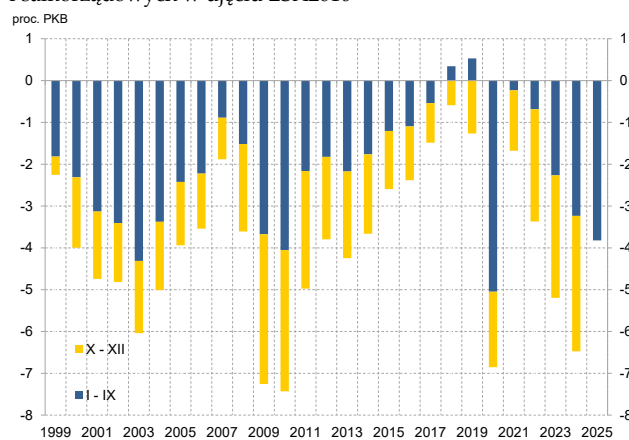
2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w pierwszych trzech kwartałach 2025 r. wyniósł 148,8 mld zł (3,8% PKB; Wykres 2.12), wobec deficytu 118,2 mld zł (3,2% PKB) w tym samym okresie 2024 r. Wzrost deficytu w okresie I-III kw. 2025 r. był przede wszystkim efektem wysokiego tempa wzrostu wydatków publicznych (o 9,3% r/r). Zwiększyły się m.in. koszty pracy (o 9,6% r/r), w szczególności w związku ze wzrostem funduszu płac w jednostkach samorządu terytorialnego oraz w ochronie zdrowia. Do pogłębienia deficytu przyczynił się również wzrost świadczeń społecznych pieniężnych (o 10,4% r/r)²⁰. Ponadto znacznie wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku były zarówno wydatki na inwestycje publiczne (o 16,1% r/r), jak i koszty obsługi zadłużenia (o 21,9% r/r).

Według danych Ministerstwa Finansów w 2025 r. w budżecie państwa odnotowano deficyt w wysokości 275,6 mld zł wobec deficytu 211,0 mld zł w 2024 r. W porównaniu z poprzednim rokiem nastąpił spadek dochodów przy wzroście wydatków.

Do obniżenia dochodów budżetu państwa w znacznej mierze przyczyniła się zmiana zasad finansowania jednostek samorządu terytorialnego, polegająca przede wszystkim na zwiększeniu udziału samorządów we wpływach z podatków PIT i CIT (częściowo zrekompensowanym zmniejszeniem kwoty subwencji dla JST). Jednocześnie dochody podatkowe budżetu państwa w 2025 r. były istotnie niższe od planowanych, bowiem spadły o 4,8% r/r, podczas gdy kwota dochodów podatkowych założona w *Ustawie budżetowej na rok 2025* była o 2,7% wyższa od dochodów zrealizowanych w 2024 r. Różnica w stosunku do

Wykres 2.12 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

Wynik sektora za poszczególne podokresy odniesiony do rocznego PKB.

²⁰ Świadczenia społeczne pieniężne wzrosły wskutek m.in. wprowadzenia od 2024 i 2025 r. nowych kategorii świadczeń, w tym świadczenia wspierającego dla osób niepełnosprawnych, programu „Aktywny Rodzic”, dodatku dopełniającego oraz renty wdowiej.

założeń była w szczególności skutkiem niższych od oczekiwań wpływów z VAT, które wzrosły o 11,8% r/r wobec planowanego wzrostu o 21,5% r/r.

Z kolei do wzrostu wydatków budżetu państwa przyczyniło się m.in. przekazanie środków na wykup zapadających obligacji PFR i BGK (w łącznej kwocie 56,2 mld zł), oraz wyższe dotacje dla Narodowego Funduszu Zdrowia²¹. Z drugiej strony, niedobór dochodów budżetu był rekompensowany przez niższe od założonych wydatki w niektórych obszarach, w tym zwłaszcza mniejszą od planowanej dotację dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych.

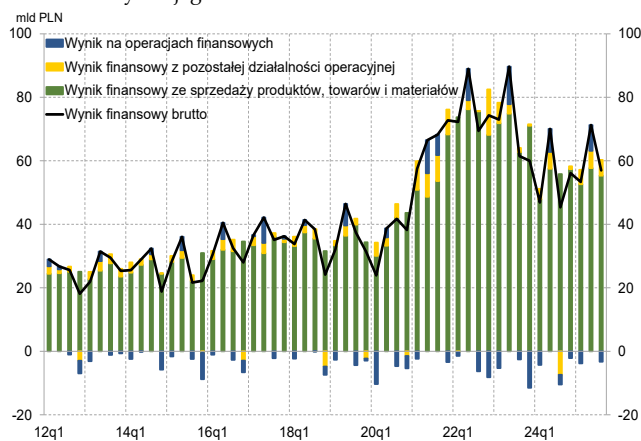
Zgodnie z uzasadnieniem do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2026* w całym 2025 r. deficyt sektora finansów publicznych powinien wynieść 6,9% PKB. W 2026 r. przewiduje się jego obniżenie do poziomu 6,5% PKB.

Dług sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2025 r. wzrósł o 210,9 mld zł, do 1.822,4 mld zł. Zgodnie z szacunkiem zawartym w uzasadnieniu do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2026* na koniec 2025 r. dług sektora finansów publicznych miał wynieść 59,8% PKB, względem 55,3% PKB na koniec 2024 r.

2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W III kw. 2025 r. zagregowany wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych²² wzrósł o 25,6% r/r (wobec 1,7% r/r w II kw. 2025 r.; Wykres 2.13)²³ dzięki wyraźnej poprawie wyniku na pozostałej działalności operacyjnej, przy

Wykres 2.13 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

²¹ W okresie styczeń-listopad 2025 r. wydatki na dotacje i subwencje w dziale „Ochrona Zdrowia” wyniosły 35,0 mld zł, wobec 14,7 mld w analogicznym okresie 2024 r.

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

²³ W III kw. 2025 r. wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych wyniósł 57,0 mld zł wobec 45,4 mld zł w III kw. 2024 r.

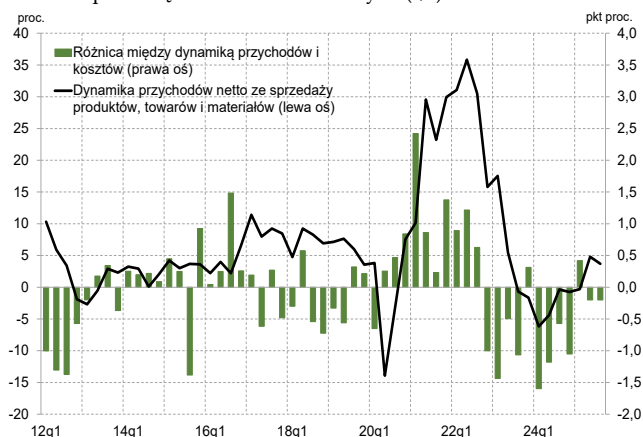
nieznacznym spadku wyniku ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (-0,9% r/r)²⁴.

Obniżenie wyniku finansowego ze sprzedaży w III kw. 2025 r. w ujęciu rocznym – mimo dodatniej dynamiki przychodów ze sprzedaży (3,7% r/r) – wynikało z nieco silniejszego wzrostu odpowiadających im kosztów (3,9% r/r; Wykres 2.14). Koszty działalności operacyjnej zwiększyły się głównie na skutek wzrostu kosztów usług obcych (8,0% r/r) i kosztów pracy (8,0% r/r; por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*), a także kosztów amortyzacji (26,5% r/r), na które wpłynął znaczny odpis w jednej ze spółek sektora energetycznego. Natomiast niewielki wkład do wzrostu kosztów działalności przedsiębiorstw miały koszty towarów przeznaczonych do dalszej odsprzedaży (wzrost o 0,6% r/r) oraz surowców i materiałów (wzrost o 0,5% r/r, por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Jednocześnie wzrost przychodów ze sprzedaży nastąpił przy szybszym wzroście sprzedaży eksportowej (6,1% r/r) niż sprzedaży krajowej (3,0% r/r), pomimo nadal osłabionego wzrostu gospodarczego głównych partnerów handlowych Polski (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

Pomimo niewielkiego spadku wskaźnika rentowności sprzedaży, większość analizowanych wskaźników rentowności sektora przedsiębiorstw w III kw. 2025 r. była wyższa niż rok wcześniej (Tabela 2.2), choć utrzymywała się poniżej długookresowej średniej²⁵. Wzrost rentowności obrotu netto w ujęciu rocznym wystąpił w zdecydowanej większości sekcji gospodarki. Wyraźnie wyższy niż przed rokiem był również odsetek firm rentownych oraz odsetek firm o rentowności powyżej 5%.

W III kw. 2025 r. płynność sektora przedsiębiorstw poprawiła się i w większości sekcji gospodarki

Wykres 2.14 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).

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	q3
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	4,8	5,8	6,1	5,5	3,9	4,5	4,5	4,7	4,4	4,3	4,3
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	3,6	5,6	5,0	4,3	3,2	3,7	3,1	3,6	3,7	3,3	3,6
Odsetek firm rentownych	67,1	66,7	69,7	69,3	68,9	65,6	66,7	66,5	66,6	65,7	66,6	69,6
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	36,8	42,6	45,6	43,1	43,2	39,2	40,1	39,0	39,3	37,8	38,3	40,8
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	46,2
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	1,0	1,7	1,7	1,4	1,0	1,1	1,0	1,1	1,2	1,0	1,1
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	2,3	2,1	3,7	3,8	3,1	2,1	2,4	2,0	2,3	2,4	2,2	2,3
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	13,8

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

²⁴ Wynik ze sprzedaży obniżył się do 55,3 mld zł w III kw. 2025 r. z 55,8 mld zł w III kw. 2024 r. Zysk na pozostałej działalności operacyjnej w III kw. 2025 r. wyniósł natomiast 5,0 mld zł wobec 7,4 mld zł straty przed rokiem. Z kolei strata na operacjach finansowych w III kw. 2025 r. była nieznacznie większa niż przed rokiem (-3,3 mld zł wobec -3,0 mld zł).

²⁵ Obniżenie się wskaźnika rentowności sprzedaży w ujęciu rocznym było w dużej mierze spowodowane spadkiem wyniku na sprzedaży skoncentrowanym w jednej z dużych spółek z sektora energetycznego i wynikającym z odpisów amortyzacyjnych.

pozostawała wysoka. Zarówno wskaźniki płynności, jak i odsetek przedsiębiorstw z bezpiecznymi poziomami płynności kształtowały się powyżej długookresowych średnich.

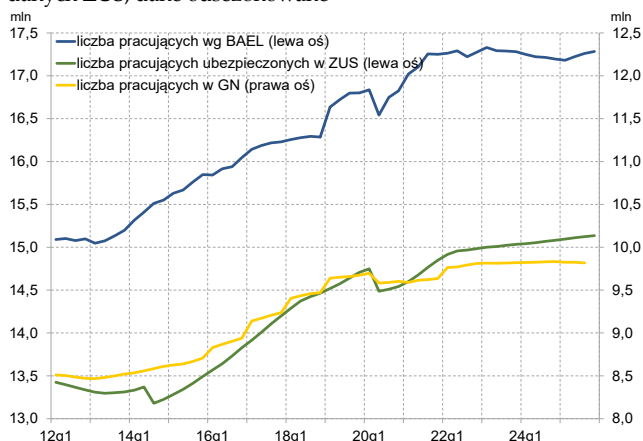
Wyniki badań ankietowych NBP²⁶ wskazują, że w IV kw. 2025 r. sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw – choć nadal osłabiona na tle ocen historycznych – uległa wyraźnej poprawie. Zwiększył się również optymizm przedsiębiorstw co do jej perspektyw. Do czynników sprzyjających poprawie należało nieznaczne osłabienie bariery kosztowej przedsiębiorstw.

2.5 Rynek pracy

Dane dotyczące II połowy 2025 r. wskazywały na niewielkie zmiany zatrudnienia, ale o różnym kierunku. Liczba pracujących według BAEL w IV kw. 2025 r. wzrosła o 0,6% r/r (wobec 0,5% r/r w III kw.). Również według danych ZUS w III i IV kw. liczba pracujących zwiększyła się (odpowiednio o 0,3% i 0,4% r/r)²⁷. Wzrost ten wynikał ze zwiększenia się liczby osób pracujących w oparciu o umowy cywilnoprawne oraz samozatrudnionych, przy spadku liczby zatrudnionych na podstawie umów o pracę. Wzrost liczby zatrudnionych – według danych ZUS – wynikał przy tym z rosnącego zatrudnienia cudzoziemców²⁸.

Z kolei według danych GUS dynamika liczby pracujących w gospodarce narodowej (GN)²⁹ była w III kw. 2025 r. nieznacznie ujemna (-0,1% r/r; Wykres 2.15). Również w sektorze przedsiębiorstw (SP) przeciętne zatrudnienie obniżało się (o 1,3% r/r w III kw. i o 0,7% r/r w IV kw. 2025 r.; Wykres 2.16)³⁰.

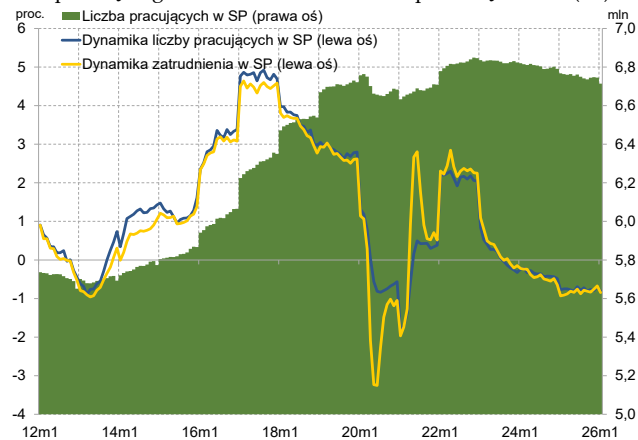
Wykres 2.15 Liczba pracujących według BAEL, według danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN) oraz według danych ZUS, dane odsezonowane



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 według BAEL zawiera nieciągłości w I kw. 2019 r. oraz w I kw. 2021 r.

Wykres 2.16 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.

²⁶ „Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw”, styczeń 2026 r.

²⁷ Dynamika liczby pracujących ubezpieczonych w ZUS na koniec stycznia 2026 r. wyniosła 0,3% r/r.

²⁸ Zgodnie z danymi ZUS na koniec grudnia 2025 r. ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce objętych było blisko 1,3 mln cudzoziemców (wzrost o 8,0% r/r). Spośród nich 857 tys. posiadało obywatelstwo ukraińskie, a 139 tys. – białoruskie.

²⁹ Dane sprawozdawcze z GN oraz SP nie wliczają do zatrudnienia najemnego m.in. umów cywilnoprawnych.

³⁰ W styczniu 2026 r. przeciętne zatrudnienie w SP obniżyło się o 0,8% r/r.

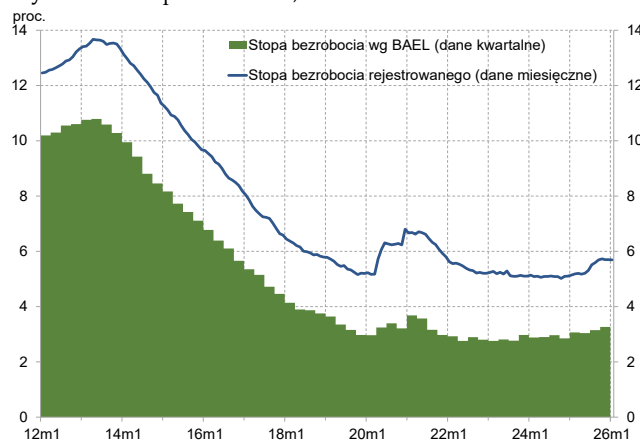
Dostępne miary liczby wakatów – w tym liczba ofert pracy zgłoszonych do powiatowych urzędów pracy³¹, badanie popytu na pracę GUS oraz Barometr Ofert Pracy BIEC – nadal wskazywały na ograniczone zapotrzebowanie pracodawców na nowych pracowników. Jednocześnie według wyników Szybkiego Monitoringu NBP perspektywy zatrudnienia w horyzoncie kwartału i roku nieznacznie się pogorszyły³².

Stopa bezrobocia rejestrowanego pozostawała niska. Po pewnym wzroście w III kw. 2025 r. na skutek wcześniejszych zmian regulacyjnych³³, w IV kw. ub.r. wskaźnik ten utrzymywał się na poziomie 5,7% (dane odsezonowane)³⁴. Z kolei stopa bezrobocia według BAEL wyniosła 3,3% w IV kw. 2025 r. (wobec 3,1% w III kw. 2025 r.; dane odsezonowane; Wykres 2.17).

Wzrost wynagrodzeń nominalnych w II połowie 2025 r. był wolniejszy niż w I połowie ub.r. Dynamika wynagrodzeń w GN w ujęciu nominalnym w III kw. 2025 r. wyniosła 7,5% r/r, a w IV kw. 8,5% r/r (wobec 8,8% w II kw. 2025 r.). W ujęciu realnym – w warunkach spadającej inflacji – wynagrodzenia w GN w III kw. 2025 r. wzrosły o 4,6% r/r, a w IV kw. o 5,9% r/r (wobec 4,8% w II kw. 2025 r.).

Natomiast w SP wzrost płac w ujęciu nominalnym w III kw. 2025 r. wyniósł 7,1% r/r, a w IV kw. 7,9% r/r (wobec 9,2% w II kw.; Wykres 2.18).³⁵ W ujęciu realnym – wobec niższej dynamiki cen – wzrost

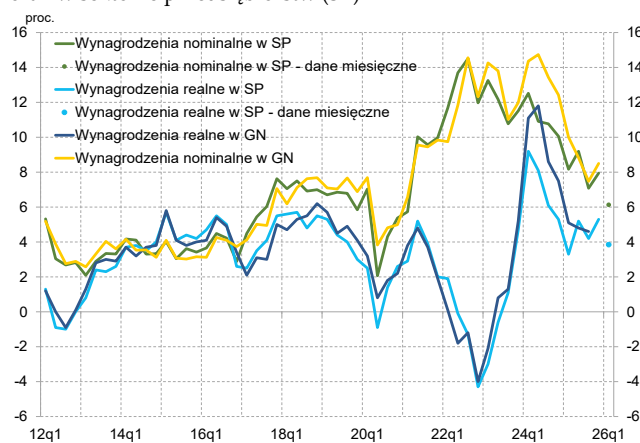
Wykres 2.17 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



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 według BAEL zawiera nieciągłości w I kw. 2019 r. oraz I kw. 2021 r.

Wykres 2.18 Dynamika (r/r) przeciętnych wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w SP dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD. Wykres przedstawia dane GUS, a w przypadku wynagrodzeń w ujęciu realnym w IV kw. 2025 r. w GN oraz w styczniu 2026 r. w SP – oszacowanie NBP.

³¹ Spadek liczby ofert pracy zgłoszonych do powiatowych urzędów pracy w ostatnim okresie wynikał m.in. ze zmian regulacyjnych wprowadzonych w czerwcu 2025 r.

³² „Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw”, styczeń 2026 r.

³³ Od 1 czerwca 2025 r. obowiązują przepisy ustawy z 20 marca 2025 r. o rynku pracy i służbach zatrudnienia, które złagodziły warunki dotyczące zachowania statusu bezrobotnego, co wpłynęło na znaczący spadek liczby wyrejestrowań z ewidencji bezrobotnych.

³⁴ Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu 2026 r. utrzymała się na poziomie 5,7% (dane odsezonowane).

³⁵ W szczególności w grudniu 2025 r. wyższa niż w poprzednich miesiącach dynamika wynagrodzeń wynikała głównie z wypłat nagród i premii rocznych w niektórych sekcjach – zwłaszcza w leśnictwie i energetyce. W styczniu 2026 r. dynamika przeciętnego wynagrodzenia nominalnego w SP obniżyła się do 6,1% r/r.

płac w SP w III kw. 2025 r. wyniósł 4,2% r/r, a w IV kw. 5,3% r/r (wobec 5,2% w II kw.)³⁶.

Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP³⁷ wskazują, że odsetek firm planujących podniesienie wynagrodzeń pozostaje zbliżony do wieloletniej średniej³⁸, a przeciętna skala planowanych podwyżek jest od tej średniej wyraźnie niższa.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce – przy względnie stabilnym tempie wzrostu wydajności pracy – zwiększyła się do 5,2% r/r w IV kw. 2025 r. (z 4,2% r/r w III kw. 2025 r.), co było związane ze wzrostem dynamiki nominalnych wynagrodzeń pod koniec 2025 r.

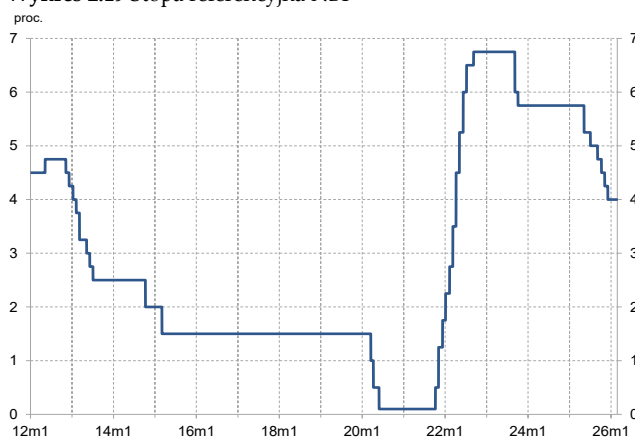
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów

W ostatnich miesiącach na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływały w szczególności nastroje na światowych rynkach finansowych oraz obniżenie stóp procentowych NBP w 2025 r. (por. rozdz. 1.5 Światowe rynki finansowe; Wykres 2.19).

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się w warunkach obniżek stóp procentowych NBP, spowalniającej inflacji oraz silnych fundamentów polskiej gospodarki (por. rozdz. 2.1 Ceny dóbr i usług; Wykres 2.20). Jednocześnie złoty nieznacznie umocnił się wobec głównych walut – w lutym br.³⁹ średniomiesięczny kurs złotego był o około 2% silniejszy względem dolara amerykańskiego niż w październiku 2025 r. oraz o około 1% silniejszy względem euro (Wykres 2.21).

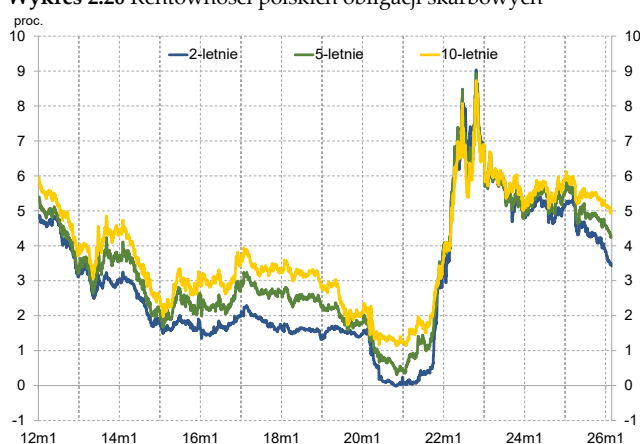
Na rynku mieszkaniowym roczna dynamika średnich nominalnych cen transakcyjnych w III kw. 2025 r. obniżyła się do 0,4% (wobec 2,7% w II

Wykres 2.19 Stopa referencyjna NBP



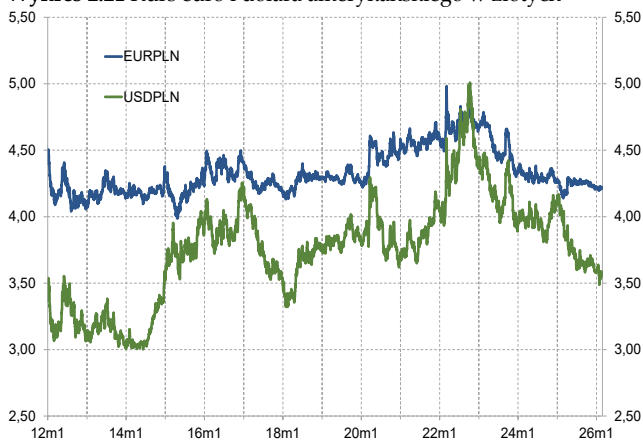
Źródło: dane NBP.

Wykres 2.20 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.21 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

³⁶ W styczniu 2026 r. dynamika wynagrodzeń w SP w ujęciu realnym obniżyła się do 3,8% r/r (oszacowanie NBP na podstawie wstępnych danych o CPI ogółem).

³⁷ „Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw”, styczeń 2026 r.

³⁸ Średnia wieloletnia liczona od I kw. 2015 r.

³⁹ Średnie wartości kursu złotego w lutym br. obliczono na podstawie danych do 23 lutego br.

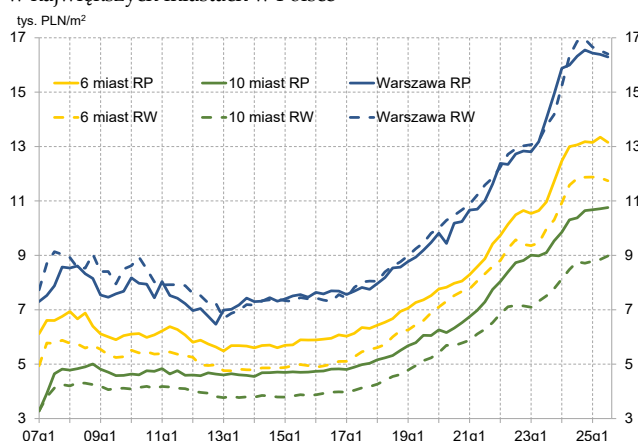
kw. 2025 r.⁴⁰; Wykres 2.22)⁴¹. W kierunku wyższych niż rok wcześniej cen nieruchomości nadal oddziaływał wzrost kosztów ich budowy, w tym cen ziemi i kosztów pracy. Z kolei ograniczająco na dynamikę cen wpływała wysoka liczba mieszkań znajdujących się w ofercie sprzedaży przy utrzymywaniu się liczby sprzedanych mieszkań poniżej wieloletniej średniej⁴².

2.7 Pieniądz i kredyt⁴³

Dynamika agregatu M3 w IV kw. 2025 r. zmniejszyła się nieznacznie i wyniosła 10,9% r/r (wobec 11,1% r/r w III kw.; Wykres 2.23)⁴⁴, co wynikało z obniżenia się dynamiki depozytów gospodarstw domowych. W przeciwnym kierunku oddziaływało przyspieszenie wzrostu depozytów przedsiębiorstw (w warunkach poprawiającej się płynności sektora przedsiębiorstw niefinansowych; por. rozdz. 2.4 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*) oraz gotówki w obiegu⁴⁵.

Tempo wzrostu zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w IV kw. 2025 r. przyspieszyło do 4,5% r/r (wobec 3,7% r/r w III kw.; Wykres 2.24). Wpłynął na to w szczególności wzrost dynamiki kredytów mieszkaniowych do 3,6% r/r (z 2,9% r/r) w związku z szybszym

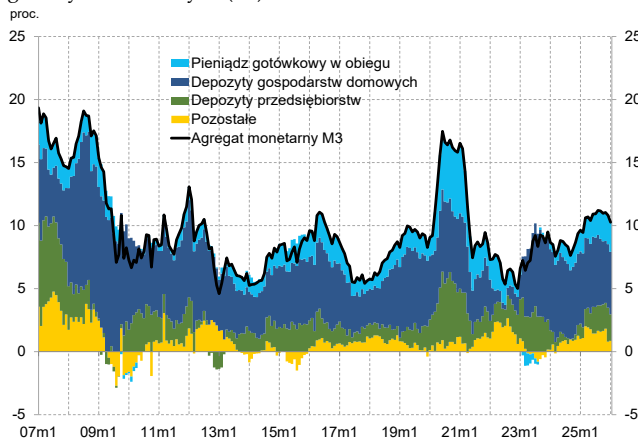
Wykres 2.22 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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 dziesięć miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

Wykres 2.23 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).

⁴⁰ 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 III kw. 2025 r. -0,3% kw/kw (wobec 0,1% kw/kw w II kw. 2025 r.). Dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do III kw. 2025 r. obejmują transakcje zawarte w okresie czerwiec-sierpień 2025 r.

⁴¹ 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*.

⁴² Na podstawie danych dotyczących rynku pierwotnego w agregacie następujących aglomeracji: Kraków, Łódź, Poznań, Trójmiasto, Warszawa, Wrocław.

⁴³ Przytaczana w tekście rozdziału 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. Począwszy od danych za styczeń 2026 r. w statystyce monetarnej wprowadzone zostały zmiany metodyczne, które wpłynęły na niektóre wartości prezentowanych danych. Więcej informacji: <https://static.nbp.pl/dane/monetarno-finansowa/informacja-o-zmianach-metodycznych-styczen-2026.pdf>.

⁴⁴ W styczniu 2026 r. dynamika agregatu M3 wyniosła 10,3% r/r.

⁴⁵ W IV kw. dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 9,3% r/r (wobec 10,2% r/r w III kw.), depozytów przedsiębiorstw 10,9% r/r (wobec 10,0% r/r w III kw.), a tempo przyrostu gotówki w obiegu ukształtowało się na poziomie 13,9% r/r (wobec 12,4% r/r w III kw.). Z kolei w styczniu 2026 r. dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 9,2% r/r, depozytów przedsiębiorstw 10,1% r/r, a gotówki w obiegu 14,6% r/r.

wzrostem kredytów w złotych, czemu sprzyjał m.in. spadek ich średniego oprocentowania, a także wzrost wynagrodzeń (por. rozdz. 2.5. *Rynek pracy*), zwiększający zdolność kredytową gospodarstw domowych. Natomiast ograniczająco na dynamikę kredytów mieszkaniowych nadal oddziaływał szybki spadek stanu kredytów walutowych. Jednocześnie wzrosła dynamika zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych – do 9,6% r/r w IV kw. 2025 r. (z 8,8% r/r w III kw.), w warunkach utrzymującego się wzrostu popytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*)⁴⁶.

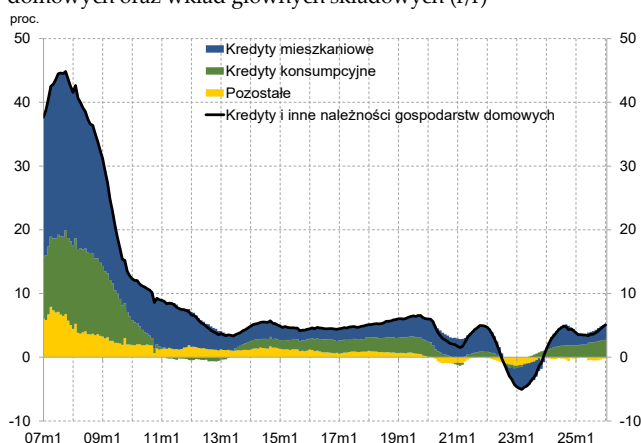
Dynamika zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw przyspieszyła do 9,5% r/r w IV kw. 2025 r. (wobec 8,4% r/r w III kw.; Wykres 2.25). Wpłynął na to wzrost dynamiki kredytów o charakterze inwestycyjnym (do 10,1% r/r w IV kw. 2025 r. wobec 7,8% r/r w III kw.), któremu towarzyszył spadek dynamiki kredytów bieżących (do 8,8% r/r wobec 9,1% r/r w III kw. 2025 r.)⁴⁷.

2.8 Bilans płatniczy⁴⁸

Saldo rachunku bieżącego oraz kształtowanie się pozostałych wskaźników nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki.

W IV kw. 2025 r. saldo rachunku bieżącego poprawiło się i wyniosło -0,7% PKB (wobec -0,8% PKB w III kw. 2025 r.; Wykres 2.26). Saldo obrotów towarowych wzrosło do -1,4% PKB (wobec -1,5% PKB w III kw. 2025 r.), przy dodatnich dynamikach eksportu i importu (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Z kolei ponownie nieznacznie

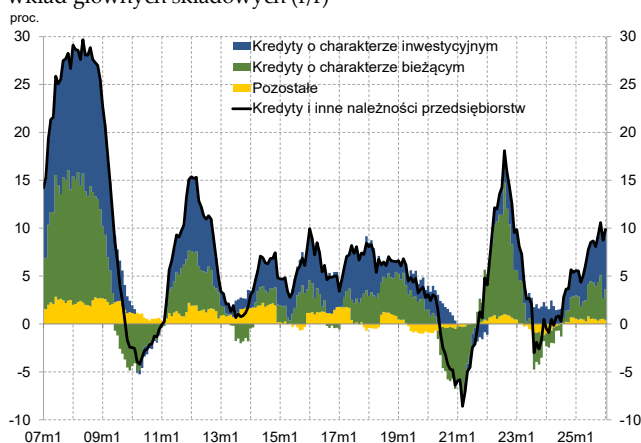
Wykres 2.24 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.25 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.

⁴⁶ W styczniu 2026 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła 5,1% r/r. Dynamika kredytów mieszkaniowych wyniosła 4,1% r/r, a kredytów konsumpcyjnych 10,1% r/r.

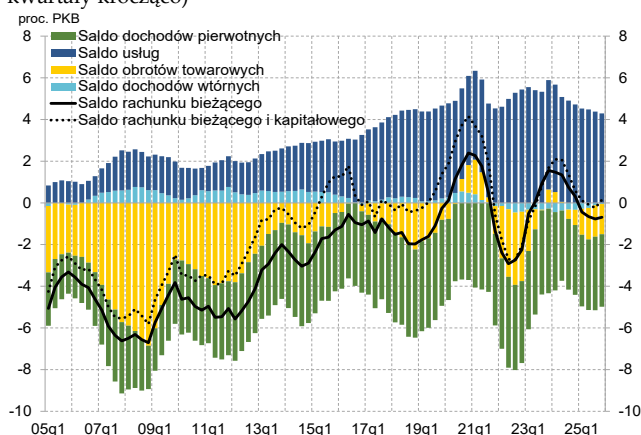
⁴⁷ W styczniu 2026 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła 9,9% r/r. Dynamika kredytów o charakterze bieżącym wyniosła 7,9% r/r, a kredytów o charakterze inwestycyjnym 11,7% r/r.

⁴⁸ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco. Dla IV kw. 2025 r. prezentowane dane mają charakter szacunkowy i zostały opracowane na podstawie danych miesięcznych o bilansie płatniczym.

obniżyło się saldo usług (wyniosło 4,3% PKB wobec 4,4% PKB kwartał wcześniej). Deficyt na rachunku dochodów pierwotnych – kształtowany głównie przez dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce – pozostał na poziomie 3,5% PKB. Jednocześnie saldo rachunku finansowego w IV kw. 2025 r. wzrosło do -0,9% PKB (wobec -1,3% PKB w III kw. ub.r.).

W III kw. 2025 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB poprawiła się i wyniosła -29% (Tabela 2.3). Z kolei zadłużenie zagraniczne brutto w relacji do PKB utrzymało się na poziomie 51%, pozostając wyraźnie poniżej wieloletniej średniej.

Wykres 2.26 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			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	1,6	1,5	1,3	0,7	0,3	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	1,7	2,1	2,1	1,4	0,6	0,1	-0,1	-0,2	0,1
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	5,9	5,7	5,1	4,5	4,0	3,3	3,0	2,9	2,8
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,1	5,6	5,8	5,7	6,2	6,2	6,0	6,3	6,4
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB	50	50	50	50	52	51	51	51	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-32	-32	-31	-30	-28	-30	-31	-29	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	126	125	127	131	134	136	130	147	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	124	128	132	137	139	143	138	157	-

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 listopad 2025 r. – marzec 2026 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od listopada 2025 r. do stycznia 2026 r., a także *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w lutym i marcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 listopada 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że gospodarka światowa pozostaje relatywnie odporna na trwające zawirowania, w tym napięcia handlowe i polityczne. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego wzrost PKB w latach 2025-2026 w Stanach Zjednoczonych ma wynieść około 2%, a w strefie euro ma kształtować się na poziomie nieco ponad 1%. W Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – w 2025 r. wzrost będzie prawdopodobnie bardzo niski, przy czym w 2026 r. ma przyspieszyć do około 1%. Członkowie Rady podkreślali, że nawarstwienie problemów strukturalnych i utrata konkurencyjności na rzecz Chin ograniczają oczekiwania na wyraźne odbicie wzrostu w Niemczech w najbliższych latach.

Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro inflacja już od kilku miesięcy kształtuje się w pobliżu 2%, czyli jest zgodna z celem inflacyjnym Europejskiego Banku Centralnego, a w 2026 r. ma się jeszcze nieznacznie obniżyć. Zaznaczano, że w kierunku niższej inflacji w Europie oddziałuje ekspansja relatywnie tanich towarów z Chin. Zwracano również uwagę, że ceny wielu surowców na rynkach światowych obniżały się w ostatnim czasie. W tych uwarunkowaniach EBC utrzymuje stopy procentowe bez zmian. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w październiku obniżyła stopy procentowe ze

względu na pewne pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku pracy, choć inflacja w Stanach Zjednoczonych kształtuje się wciąż powyżej celu inflacyjnego Fed.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce zaznaczano, że koniunktura pozostaje dobra, o czym świadczą m.in. korzystne dane za wrzesień br. We wrześniu 2025 r. sprzedaż detaliczna wzrosła o 6,4% r/r, a produkcja przemysłowa o 7,4% r/r. Również roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej była wówczas nieznacznie dodatnia.

Omawiając perspektywy aktywności gospodarczej członkowie Rady wskazywali, że według dostępnych prognoz koniunktura w najbliższych latach powinna pozostać relatywnie dobra, a jednocześnie wzrost gospodarczy powinien pozostać zrównoważony. Wskazywano, że zgodnie z listopadową projekcją, w najbliższym czasie oczekiwane jest przyspieszenie wzrostu PKB. Zaznaczano przy tym, że projekcja zakłada pełne wykorzystanie środków z Krajowego Programu Odbudowy i związaną z tym wysoką dynamikę inwestycji w najbliższych kwartałach. W związku z tym, jeśli środki z KPO nie zostaną w pełni wykorzystane, wzrost inwestycji i PKB w 2026 r. może okazać się niższy. Podkreślano, że po wyczerpaniu środków z KPO dynamika aktywności w polskiej gospodarce prawdopodobnie spowolni, co znajduje odzwierciedlenie w prognozowanej dynamice PKB w 2027 r. Niektórzy członkowie Rady

zwracali uwagę, że w kierunku poprawy perspektyw wzrostu polskiej gospodarki w najbliższych latach, względem oczekiwań z wcześniejszych projekcji, wpłynęły dokonane w poprzednich miesiącach obniżki stóp procentowych NBP.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy zaznaczano, że zgodnie z danymi GUS zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniża się w ujęciu rocznym, a dane za III kw. 2025 r. wskazują na pogłębienie tego zjawiska. Zwracano przy tym uwagę, że w ostatnich miesiącach nieznacznie wzrosła stopa bezrobocia rejestrowanego, jednak prawdopodobnie jest to głównie efekt zmian regulacyjnych. Podkreślano jednocześnie, że w III kw. br. roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyraźnie spadła (do 7,1%), co świadczy o stopniowym obniżaniu się dynamiki płac. Członkowie Rady wskazywali, że listopadowa projekcja przewiduje dalsze spowalnianie wzrostu wynagrodzeń, w tym w związku ze spodziewaną mniejszą podwyżką płacy minimalnej oraz niższą dynamiką płac w sektorze publicznym w 2026 r. w porównaniu do 2025 r. Zwracano uwagę, że spowolnienie wzrostu wynagrodzeń w połączeniu ze spadkiem zatrudnienia przyczynia się do wyraźnego hamowania dynamiki funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, co powinno oddziaływać w kierunku ograniczenia presji popytowej w gospodarce.

Analizując sytuację na rynku kredytowym zaznaczano, że widoczne jest ożywienie akcji kredytowej, o czym świadczy stopniowy wzrost rocznej dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych, zarówno w segmencie kredytów mieszkaniowych, jak i konsumpcyjnych. Członkowie Rady zwracali uwagę, że choć roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw we wrześniu br. nieznacznie spowolniła, to także ona pozostaje wyższa niż w poprzednich kwartałach.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że według wstępnego szacunku GUS w październiku 2025 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się do 2,8%, a więc kształtowała się na poziomie zasadniczo zgodnym z celem inflacyjnym NBP i zbliżyła się do 2,5%. Podkreślano, że – uwzględniając dane GUS – można szacować, że obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, która prawdopodobnie ukształtowała się na poziomie najniższym od kilku lat. Zaznaczano przy tym, że prawdopodobnie obniżyła się dynamika cen usług, choć nadal jest podwyższona.

W świetle tych informacji większość członków Rady oceniała, że w ostatnim czasie nastąpiła poprawa w zakresie procesów cenowych, do czego przyczyniła się polityka pieniężna NBP z ostatnich lat. Wskazywano również, że niskiej inflacji w Polsce sprzyjają czynniki zewnętrzne, w tym napływ do Europy relatywnie tanich towarów z Chin. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że niższa od wcześniejszych oczekiwań inflacja CPI we wrześniu i październiku 2025 r. wynika w dużej mierze ze spadku rocznej dynamiki cen żywności. Inni członkowie Rady argumentowali, że wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii jest podbijany przez wysoką dynamikę cen towarów akcyzowych, przy deflacji w zakresie cen towarów rynkowych oraz utrzymującym się od dłuższego czasu ujemnym rocznym wskaźniku PPI.

Omawiając perspektywy inflacji, członkowie Rady podkreślali, że listopadowa projekcja wskazuje na ich poprawę w kolejnych kwartałach. Zgodnie z projekcją w 2026 r. średnioroczny wskaźnik CPI ma obniżyć się do 2,9%, a w całym horyzoncie projekcji ma kształtować się wewnątrz przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% $\pm$ 1 punkt procentowy). Niektórzy członkowie Rady zwracali jednocześnie uwagę, że zgodnie z projekcją inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w 2026 r. ma pozostać w pobliżu 3%.

Na posiedzeniu wskazywano, że prognozowana ścieżka inflacji jest obarczona niepewnością. W szczególności niepewność dotyczy cen energii, na które wpływ będą mieć zmiany cen surowców na rynkach światowych oraz decyzje regulacyjne w sprawie poziomu cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych od stycznia 2026 r. W tym kontekście członkowie Rady zaznaczali, że w listopadowej projekcji założono wzrost cen energii elektrycznej z początkiem 2026 r. do poziomu obecnie obowiązujących taryf, co oznacza, że w przypadku ustalenia niższych cen prądu dla gospodarstw domowych, inflacja CPI może być nieco niższa. Członkowie Rady wskazywali, że w dalszym horyzoncie na inflację może wpłynąć wprowadzenie systemu ETS2. Podkreślano jednak, że nie ma pewności, czy i kiedy system ten zostanie wprowadzony, jaki byłby jego ostateczny kształt oraz na jakim poziomie ukształtowałyby się ceny wprowadzonych w jego ramach uprawnień do emisji CO₂, gdyż nie podjęto jeszcze ostatecznych ustaleń w tym zakresie.

Część członków Rady podkreślała, że ryzykiem dla niskiej inflacji pozostaje podwyższona dynamika wynagrodzeń, przy czym niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obserwowany wzrost bezrobocia rejestrowanego i spadek zatrudnienia powinien oddziaływać w kierunku jej spadku. Niektórzy członkowie Rady zwracali z kolei uwagę, że zgodnie z badaniem PMI średnie koszty produkcji w przedsiębiorstwach przemysłowych spadają, co wraz z obserwowanym spowalnianiem dynamiki wynagrodzeń może przemawiać za niższą inflacją w 2026 r. niż wskazuje listopadowa projekcja. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku niższej dynamiki cen w 2026 r. może też oddziaływać ewentualne niepełne wykorzystanie środków z KPO skutkujące niższą dynamiką aktywności gospodarczej.

Członkowie Rady wskazywali, że istotnym uwarunkowaniem makroekonomicznym jest także wysoki deficyt sektora finansów

publicznych. Podkreślano, że z projektu Ustawy budżetowej na rok 2026 wynika, że w przyszłym roku deficyt pozostanie na wysokim poziomie, co ogranicza przestrzeń dla luzowania polityki pieniężnej.

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

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 4,25%. 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%.

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

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że globalna aktywność gospodarcza rośnie w tempie zbliżonym do wieloletniej średniej. Na podstawie dostępnych informacji szacowano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w ujęciu rocznym był w III kw. 2025 r. podobny jak w II kw. 2025 r. Zwracano uwagę, że ostatnio zwiększyły się obroty w światowym handlu. Jednocześnie w strefie euro roczna dynamika PKB w III kw. 2025 r. nieznacznie spowolniła (do 1,4%). Zaznaczano, że w najbliższym otoczeniu Polski bieżąca koniunktura jest nadal słaba. Przede wszystkim

niemiecka gospodarka jest wciąż bliska stagnacji. Według prognoz wzrost PKB w Niemczech w 2026 r. ma przyspieszyć do około 1% pod wpływem impulsu fiskalnego. Podkreślano jednak, że prognozy ożywienia w gospodarce niemieckiej są niepewne, zwłaszcza wobec problemów strukturalnych tej gospodarki.

Członkowie Rady wskazywali, że procesy cenowe za granicą sprzyjają niskiej inflacji w Polsce. W strefie euro wskaźnik HICP utrzymuje się w pobliżu celu Europejskiego Banku Centralnego i według prognoz w przyszłym roku może spaść poniżej 2%. Wskazywano też na dezinflacyjny impuls z globalnych rynków surowcowych i napływ tanich towarów z Chin do Europy. W tych warunkach EBC utrzymuje stopy procentowe bez zmian. Z kolei Rezerwa Federalna w październiku 2025 r. obniżyła stopy procentowe ze względu na pewne pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku pracy, choć inflacja w Stanach Zjednoczonych kształtuje się wciąż powyżej celu inflacyjnego Fed.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce zaznaczano, że koniunktura pozostaje dobra, a jednocześnie nie występuje nadmierna presja popytowa. W III kw. 2025 r. PKB – według wstępnego szacunku GUS – wzrósł o 3,8% r/r, jednak roczna dynamika konsumpcji spowolniła wobec poprzedniego kwartału. Z kolei inwestycje wzrosły, po spadku w poprzednim kwartale. Zwracano uwagę, że dynamika inwestycji wykazuje podwyższoną zmienność w ostatnich kwartałach. Jednocześnie, pomimo słabej koniunktury w Niemczech, dynamika polskiego eksportu przyspieszyła. Również dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w październiku 2025 r. były korzystne.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy zaznaczano, że mimo rosnącej aktywności gospodarczej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal powoli, ale systematycznie, się obniża. Towarzyszy temu nieznaczny wzrost

bezrobocia, w tym bezrobocia według BAEL. Niemniej zaznaczano, że bezrobocie nadal jest bardzo niskie.

Członkowie Rady podkreślali, że dynamika wynagrodzeń się obniża i według listopadowej projekcji proces ten powinien postępować. W III kw. 2025 r. płace w gospodarce narodowej wzrosły o 7,5% r/r wobec 8,8% r/r w II kw. 2025 r. Spowolnienie w znacznej mierze wynikało z dostosowania w sektorze przedsiębiorstw, gdzie roczna dynamika płac obniżyła się o ponad 2 punkty procentowe do poziomu 7,1%. W październiku 2025 r. nastąpił jej dalszy spadek, do 6,6%. Wraz ze spadkiem zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oznacza to wyraźne hamowanie wzrostu funduszu płac, co zdaniem większości członków Rady powinno ograniczać presję popytową. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realna dynamika roczna wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w październiku 2025 r. była nadal wyższa od wieloletniej średniej. Część członków Rady zwracała uwagę, że według dostępnych badań ankietowych przedsiębiorstw obniżyły się presja płacowa i średnia skala planowanych podwyżek.

Analizując sytuację na rynku kredytowym zwracano uwagę na stopniowy wzrost kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Podkreślano jednak, że wielkość kredytów w odniesieniu do PKB pozostaje niska – zarówno w ujęciu historycznym, jak i międzynarodowym. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że pomimo spadku oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach, przyrost tych kredytów jest umiarkowany. Członkowie ci argumentowali również, że obserwowany wzrost kredytów mieszkaniowych nie powinien być czynnikiem istotnie napędzającym dynamikę aktywności gospodarczej.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że od kilku miesięcy dynamika CPI jest zgodna z celem inflacyjnym NBP i w listopadzie 2025 r. jeszcze się obniżyła. Uwzględniając dostępne dane

GUS szacowano, że ponownie obniżyła się również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii.

Jednocześnie członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach obniżyła się roczna dynamika cen usług. Większość członków Rady podkreślała, że czynnikiem, który będzie wspierał dalsze hamowanie dynamiki cen usług, jest spowalnianie wzrostu wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że popyt na część usług jest nadal silny, co może oddziaływać w kierunku wzrostu ich cen. Jednocześnie ceny towarów rynkowych obniżają się, przy ujemnej rocznej dynamice cen produkcji sprzedanej przemysłu, która w październiku 2025 r. się pogłębiła. Wskazywano, że do spadku inflacji CPI w listopadzie przyczynił się również spadek rocznej dynamiki cen żywności.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że według danych Eurostat za październik 2025 r., inflacja bazowa HICP (wskaźnik z wyłączeniem cen energii, żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych) w Polsce jest najniższa w regionie Europy ŚrodkowoWschodniej, a także niższa niż w Niemczech i strefie euro oraz niższa od średniej w Unii Europejskiej. Wskazywano również, że od początku 2025 r. skala spadku rocznego wskaźnika inflacji CPI była większa od skali obniżek stopy referencyjnej NBP. Z kolei niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że roczna dynamika cen niektórych kategorii dóbr konsumpcyjnych jest nadal podwyższona.

Omawiając perspektywy inflacji, członkowie Rady podkreślali, że według prognoz w kolejnych kwartałach dynamika CPI pozostanie zgodna z celem inflacyjnym NBP, przy czym na jej kształtowanie będą wpływały m.in. decyzje administracyjne w zakresie cen energii. Jednocześnie zaznaczano, że spadek inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w ostatnim okresie sugeruje, iż w kolejnych kwartałach powinna być ona niższa niż wskazywała listopadowa projekcja.

Członkowie Rady podkreślali, że prognozowana ścieżka inflacji jest obciążona niepewnością. W szczególności niepewna jest skala i wpływ na procesy cenowe oczekiwanego ożywienia popytu w związku z kumulacją wydatkowania środków z Krajowego Programu Odbudowy, a także dalsze kształtowanie się popytu konsumpcyjnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że według listopadowej projekcji luka popytowa w kolejnych kwartałach powinna pozostać zbliżona do zera. Jednocześnie zaznaczano, że niepewne jest przyszłe kształtowanie się sytuacji zewnętrznej, w tym światowych cen surowców oraz inflacji i koniunktury za granicą. Część członków Rady zwracała również uwagę na niepewność związaną ze zmianami cen na początku roku oraz z zaplanowanymi na 2026 r. aktualizacjami systemu klasyfikacji wydatków gospodarstw domowych i systemu wag stosowanych w obliczeniach wskaźnika CPI.

Część członków Rady wskazywała, że utrzymujący się wysoki deficyt sektora finansów publicznych, zwłaszcza przy dobrej koniunkturze gospodarczej, ogranicza przestrzeń dla luzowania polityki pieniężnej.

Biorąc pod uwagę kształtowanie się inflacji oraz jej perspektywy w kolejnych kwartałach, 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. Czynniki ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu w gospodarce, a także kształtowanie się dynamiki płac, cen energii oraz inflacji na świecie.

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 4,00%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 4,50%; stopa depozytowa 3,50%; stopa redyskontowa weksli 4,05%; stopa dyskontowa weksli 4,10%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 stycznia 2026 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że dostępne dane sygnalizują roczną dynamikę PKB w Stanach Zjednoczonych w III kw. 2025 r. na poziomie przekraczającym 2%. Natomiast w strefie euro tempo wzrostu PKB w ujęciu rocznym w III kw. 2025 r. było niższe niż w Stanach Zjednoczonych i wyniosło 1,4%, przy czym różniło się znacząco między krajami. Zaznaczono w szczególności, że w Niemczech roczna dynamika PKB jedynie nieznacznie przekracza zero. Podkreślano, że według prognoz wzrost PKB w Niemczech w 2026 r. ma przyspieszyć m.in. ze względu na ekspansję fiskalną. Zaznaczano jednocześnie, że wobec utrzymujących się problemów strukturalnych tej gospodarki, prognozy ożywienia w Niemczech były już kilkakrotnie odsuwane w czasie.

Członkowie Rady oceniali, że z gospodarki światowej płynie do Polski impuls dezinflacyjny. Po pierwsze, ceny surowców – w tym energetycznych oraz rolnych – na rynkach międzynarodowych spadają, co związane jest z umiarkowanym wzrostem globalnej gospodarki. Po drugie, rośnie eksport z Chin do Europy, co wzmacniane jest zmianami polityki handlowej na świecie, przekładając się na niższą dynamikę cen towarów w Unii Europejskiej.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych wskazano, że inflacja w strefie euro jest zgodna z celem Europejskiego Banku Centralnego i w tych warunkach Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe bez zmian. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w grudniu 2025 r.

ponownie obniżyła stopy procentowe, wskazując na ryzyka dla amerykańskiego rynku pracy.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce zaznaczano, że roczna dynamika PKB w IV kw. 2025 r. mogła być zbliżona do odnotowanej w III kw. ub.r., co implikowałoby wzrost PKB w całym 2025 r. na poziomie ok. 3,5%. Wskazywano przy tym, że dane miesięczne za listopad były słabsze niż za październik. Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił, nastąpił spadek produkcji przemysłowej, a dynamika produkcji budowlano-montażowej obniżyła się w pobliże zera. Zwracano jednocześnie uwagę, że dane miesięczne o aktywności cechują się ostatnio dużą zmiennością.

Odnosząc się do przewidywań co do kształtowania się koniunktury w przyszłości, niektórzy członkowie Rady sygnalizowali, że trudne warunki pogodowe w styczniu mogą mieć przełożenie na aktywność gospodarczą w I kw. 2026 r. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że o ile wzrost bezrobocia w 2025 r. w skali kraju był niewielki, to ze względu na geograficzne zróżnicowanie sytuacji na rynku pracy, był on bardziej odczuwalny w niektórych regionach, co może negatywnie oddziaływać na nastroje części gospodarstw domowych i ich skłonność do konsumpcji. Jednocześnie podkreślano, że nadal oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki PKB w 2026 r. – warunkowane wykorzystaniem funduszy europejskich oraz oczekiwanym ożywieniem koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Natomiast w 2027 r. ma nastąpić pewne wyhamowanie wzrostu gospodarczego, co w dużej mierze wynika z harmonogramu wykorzystywania środków z KPO.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy zaznaczano, że popyt na pracę pozostaje osłabiony. Wskazuje na to dalsze, choć nieznaczne, obniżanie się zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Natomiast stopa bezrobocia – po

wzroście w poprzednich miesiącach – w listopadzie nie zmieniła się.

Członkowie Rady podkreślali, że dynamika wynagrodzeń stopniowo spada. Zaznaczano, że w III kw. 2025 r. tempo wzrostu płac w gospodarce narodowej obniżyło się do 7,5% r/r, a w sektorze przedsiębiorstw dynamika płac w ostatnich dwóch miesiącach była zbliżona do 7% r/r. Członkowie Rady wskazywali, że w 2026 r. ograniczony wzrost płacy minimalnej i wynagrodzeń w sektorze publicznym, będzie czynnikiem sprzyjającym dalszemu obniżaniu się dynamiki płac w gospodarce.

Analizując sytuację na rynku kredytowym zwracano uwagę na stopniowy wzrost kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Podkreślano jednak, że wielkość kredytów w odniesieniu do PKB pozostaje niska – zarówno w ujęciu historycznym, jak i międzynarodowym.

Podczas dyskusji na temat inflacji podkreślano, że od kilku miesięcy dynamika CPI jest zgodna z celem inflacyjnym NBP i w grudniu 2025 r. jeszcze się obniżyła – do 2,4%, a więc poniżej 2,5%. Część członków Rady zaznaczała ponadto, że wskaźnik CPI w grudniu ukształtował się na poziomie niższym od wcześniejszych oczekiwań. Zwracano uwagę, że spadek inflacji CPI wynikał w dużym stopniu z niższej dynamiki cen żywności oraz paliw. Oceniano jednak, że także dynamika cen usług prawdopodobnie po raz kolejny się obniżyła oraz że wciąż niska była dynamika cen towarów nieżywnościowych.

Uwzględniając dostępne dane GUS szacowano, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się poniżej 3%. Z kolei niektórzy członkowie Rady wskazywali, że roczna dynamika cen niektórych kategorii dóbr konsumpcyjnych jest nadal podwyższona.

Członkowie Rady zaznaczali, że inflacja w styczniu br. prawdopodobnie będzie niższa niż w grudniu ub.r., co ma być efektem obniżenia taryf na energię elektryczną oraz niskiej dynamiki cen

paliw i żywności. Zaznaczano przy tym, że – jak co roku – GUS będzie rewidował wagi w koszyku konsumpcji gospodarstw domowych, co może mieć wpływ na ostateczny odczyt wskaźnika CPI.

Omawiając perspektywy inflacji na cały 2026 r., członkowie Rady podkreślali, że według dostępnych prognoz w kolejnych kwartałach dynamika cen konsumpcyjnych pozostanie zgodna z celem inflacyjnym NBP. Oceniano przy tym, że wobec obniżenia taryf na energię elektryczną oraz niskich cen surowców, wskaźnik CPI może kształtować się wyraźnie poniżej ścieżki prognozowanej w listopadowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że obniżenie oczekiwanej inflacji wynika głównie z niższych prognoz inflacji cen żywności i paliw, podczas gdy przewidywania co do dynamiki cen usług nie zmieniły się znacząco, co – zdaniem tych członków Rady – świadczy o dużej uporczywości inflacji cen usług. Jednocześnie członkowie ci podkreślali, że nastąpiło ustabilizowanie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych oraz istotne osłabienie presji cenowej deklarowanej przez przedsiębiorstwa (widoczne w mniejszej skali planowanych wzrostów cen własnych), co oddziałuje w kierunku poprawy perspektyw dla inflacji.

Biorąc pod uwagę istotne obniżenie stóp procentowych NBP w 2025 r. (łącznie o 1,75 pkt proc.) w ocenie większości członków Rady na styczniowym posiedzeniu uzasadnione było utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, oczekiwane ożywienie popytu w gospodarce, dalsze kształtowanie się dynamiki płac oraz sytuacja makroekonomiczna za granicą, w tym zmiany cen surowców i inflacji na świecie.

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

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,00%; stopa lombardowa 4,50%; stopa depozytowa 3,50%; stopa redyskontowa weksli 4,05%; stopa dyskontowa weksli 4,10%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 lutego 2026 r.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,00%; stopa lombardowa 4,50%; stopa depozytowa 3,50%; stopa redyskontowa weksli 4,05%; stopa dyskontowa weksli 4,10%.

W II połowie 2025 r. w głównych gospodarkach rozwiniętych roczna dynamika aktywności była zbliżona do wieloletnich średnich. Inflacja w ostatnich miesiącach w strefie euro kształtowała się w pobliżu celu Europejskiego Banku Centralnego, natomiast w Stanach Zjednoczonych była nadal wyższa od celu Rezerwy Federalnej. Jednocześnie na rynkach światowych ceny surowców są niższe niż rok wcześniej.

W Polsce, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, w 2025 r. dynamika PKB wyniosła 3,6%, co sygnalizuje, że w IV kw. 2025 r. wzrost gospodarczy był prawdopodobnie zbliżony do obserwowanego w III kw. 2025 r. Dane z rynku pracy wskazują, że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw – mimo wzrostu w grudniu – obniżała się na przestrzeni ubiegłego roku. Towarzyszył temu spadek zatrudnienia w tym sektorze.

Inflacja CPI w grudniu 2025 r. obniżyła się do 2,4% r/r (wobec 2,5% r/r w listopadzie ub.r.). Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii na przestrzeni ubiegłego roku obniżała się i w grudniu 2025 r. wyniosła 2,7% r/r. Napływające informacje sugerują możliwość spadku inflacji CPI w I kw.

2026 r. i jej utrzymywanie się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w nadchodzących kwartałach.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, oczekiwane ożywienie popytu w gospodarce, dalsze kształtowanie się dynamiki płac oraz sytuacja makroekonomiczna za granicą, w tym zmiany cen surowców i 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.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 marca 2026 r.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 3,75%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 4,25%; stopa depozytowa 3,25%; stopa redyskontowa weksli 3,80%; stopa dyskontowa weksli 3,85%.

W IV kw. 2025 r. w głównych gospodarkach rozwiniętych roczna dynamika aktywności była zbliżona do wieloletnich średnich. Inflacja w ostatnich miesiącach w strefie euro kształtowała się w pobliżu celu Europejskiego Banku Centralnego, natomiast w Stanach Zjednoczonych była nadal wyższa od celu Rezerwy Federalnej. W ostatnim okresie wzrosły ceny surowców energetycznych. Z kolei ceny surowców rolnych pozostają wyraźnie niższe niż rok wcześniej. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie

obarczone są niepewnością, w szczególności w związku z sytuacją geopolityczną.

W Polsce według wstępnego szacunku GUS wzrost PKB wyniósł 4,0% r/r w IV kw. 2025 r. (wobec 3,8% r/r w III kw. 2025 r.). Dodatnio na roczną dynamikę PKB oddziaływał wzrost popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji, przy nieznacznie ujemnym wkładzie eksportu netto. W styczniu br. w ujęciu rocznym wzrosła sprzedaż detaliczna, natomiast produkcja przemysłowa i produkcja budowlano-montażowa się obniżyły. Jednocześnie roczna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw w styczniu br. była wyraźnie niższa niż w poprzednim miesiącu. Towarzyszył temu dalszy spadek zatrudnienia w tym sektorze.

Inflacja CPI – po spadku w ciągu 2025 r. – według wstępnych danych GUS w styczniu 2026 r. ponownie się obniżyła (do 2,2% z 2,4% w grudniu 2025 r.). Na przestrzeni ubiegłego roku obniżyła się również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 19 lutego 2026 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6 – 2,9% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,0% w projekcji z listopada 2025 r.), 1,1 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,1 – 4,1%) oraz 0,9 – 4,0% w 2028 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1 – 4,7% w 2026 r. (wobec 2,7 – 4,6% w projekcji z listopada 2025 r.), 2,0 – 3,8% w 2027 r. (wobec 1,5 – 3,7%) oraz 1,8 – 4,1% w 2028 r.

Biorąc pod uwagę kształtowanie się inflacji oraz jej perspektywy w kolejnych 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. Czynniki ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, oczekiwane ożywienie popytu w gospodarce, dalsze kształtowanie się dynamiki płac oraz sytuacja makroekonomiczna za granicą, w tym zmiany cen surowców i inflacji na świecie w kontekście napięć geopolitycznych.

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 niezmiennych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projektacji 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 marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2026 r. do IV kw. 2028 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2025 r.

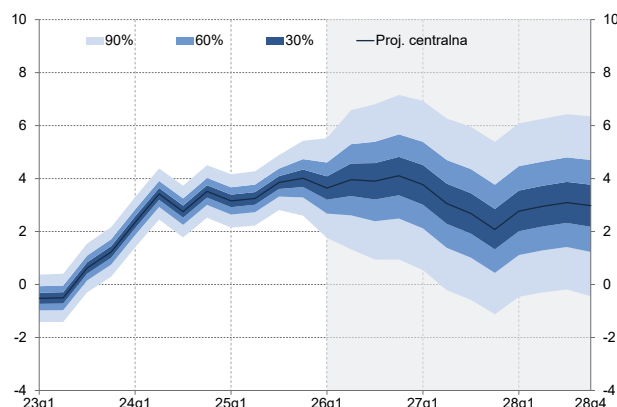
Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, w tym stopie referencyjnej równej 4,00%, z uwzględnieniem danych dostępnych do 19 lutego 2026 r. (cut-off date).

4.1 Synteza

Gospodarka polska w 2025 r. rozwijała się w tempie 3,6%, a w 2026 r. jej wzrost przyspieszy do 3,9%. Przyczyni się do tego kulminacja napływu funduszy unijnych w ramach programu KPO (Krajowy Plan Odbudowy i Zwiększania Odporności) przekładająca się w największym stopniu na podniesienie ścieżki inwestycji. Do końca 2027 r. wydatkowanie środków w ramach tego programu zakończy się, co przełoży się na wyraźne spowolnienie aktywności ekonomicznej. Wobec utrzymującej się poprawy sytuacji finansowej gospodarstw domowych, spożycie prywatne pozostanie w horyzoncie projekcji istotnym czynnikiem wzrostu gospodarczego, choć wkład tej kategorii do dynamiki PKB ulegnie stopniowemu obniżeniu. Tylko w niewielkim stopniu krajowa koniunktura będzie w latach 2026-2028 wspierana przez popyt zagraniczny przy prognozowanym jedynie ograniczonym ożywieniu w strefie euro.

Po obniżeniu w IV kw. 2025 r. do 2,5% r/r, w kolejnych latach inflacja CPI będzie utrzymywać się na zbliżonym, ale nieco niższym poziomie. W 2026 r. wzrost cen będzie ograniczać słabnąca presja kosztowa związana z obniżającą się dynamiką wynagrodzeń oraz wzrost konkurencji ze strony dostawców z Chin. Ponadto do spadku dynamiki cen żywności przyczyni się poprawa sytuacji podażowej na niektórych rynkach rolno-spożywczych. Relatywnie korzystne notowania cen surowców energetycznych na rynkach światowych utrzymują z kolei niską dynamikę cen energii. Jednocześnie jednak prognozowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2026 r. przełoży się na podwyższenie presji popytowej co będzie zmniejszać skalę spadku inflacji w tym okresie. W latach 2027-2028 wpływ wymienionych powyżej czynników kształtujących w 2026 r. dynamikę cen ulegnie częściowemu odwróceniu. W ślad za spowolnieniem aktywności

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

gospodarczej presja popytowa ponownie się obniży, ale jednocześnie stopniowo będzie zmniejszał się dezinflacyjny wpływ czynników zewnętrznych. W konsekwencji inflacja CPI pozostanie w całym horyzoncie projekcji w przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.).

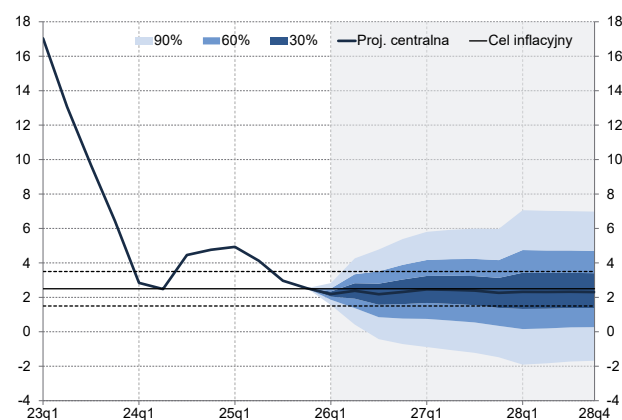
Ścieżka inflacji CPI w projekcji jest w istotnym stopniu uzależniona od kształtowania się popytu konsumpcyjnego i wynagrodzeń oraz przyszłej polityki fiskalnej. W 2028 r. istotne źródło niepewności dla krajowych cen stanowi ponadto sposób implementacji nowego systemu handlu emisjami CO₂ (EU ETS2). Ważnymi źródłami ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki są natomiast skala ożywienia aktywności w strefie euro, w tym w gospodarce niemieckiej, oraz zakres napięć geopolitycznych i handlowych pomiędzy głównymi gospodarkami światowymi. Ocenia się, że bilans czynników niepewności dla dynamiki PKB jest zbliżony do symetrycznego, natomiast dla inflacji CPI rozkład ten jest w 2028 r. asymetryczny w górę (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

W 2025 r. dynamika PKB strefy euro przyspieszyła, a gospodarka niemiecka odnotowała wzrost po dwóch latach recesji, do czego przyczyniła się rosnąca konsumpcja prywatna (por. Rozdział 1 *Otoczenie polskiej gospodarki*). W latach 2026-2028 spożycie gospodarstw domowych pozostanie głównym źródłem wzrostu gospodarczego w strefie euro, czemu będzie towarzyszyć odbudowa inwestycji przy rosnących wydatkach na obronność i infrastrukturę. Jednocześnie wzrost eksportu tej gospodarki będzie utrzymywać się na niskim poziomie w warunkach obniżonej pozycji konkurencyjnej europejskich producentów, podwyższonego protekcjonizmu oraz fragmentacji handlu międzynarodowego. W konsekwencji dynamika PKB strefy euro w najbliższych latach pozostanie ograniczona, zaś w Niemczech

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

oczekiwane jest dalsze, ale wciąż umiarkowane ożywienie koniunktury.

Po spowolnieniu wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w 2025 r. wywołanym zaostrzeniem polityki handlowej wobec głównych gospodarek świata i ich działaniami retorsyjnymi, w 2026 r. oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki PKB. Przyczyni się do tego dotychczasowe łagodzenie polityki pieniężnej przez Fed (Wykres 4.3), rozpoczęte w ub.r. luzowanie fiskalne (główne w zakresie obniżenia podatków zawartych w *One Big Beautiful Bill Act*) oraz wygasanie negatywnych efektów zwiększenia barier handlowych przy utrzymującej się dobrej kondycji finansowej amerykańskich gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W kierunku prognozowanego szybszego średniorocznego wzrostu amerykańskiej gospodarki w br. będzie również oddziaływać dodatni efekt przeniesienia (*carry-over*) z końca 2025 r. Oczekuje się przy tym, że w horyzoncie projekcji gospodarka Stanów Zjednoczonych będzie się w dalszym ciągu rozwijać w szybszym tempie niż państwa strefy euro (Tabela 4.1).

Inflacja i rynki surowców

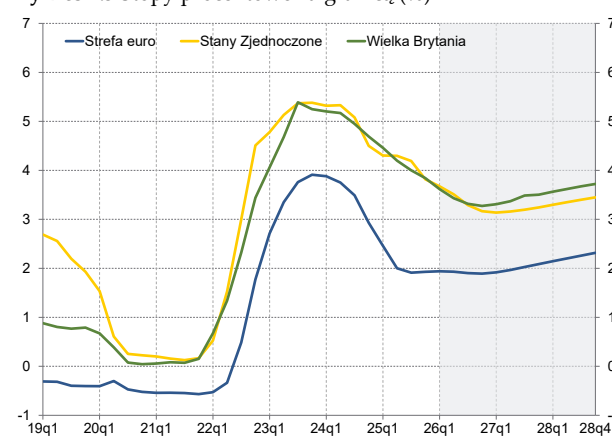
Notowania kontraktów terminowych wskazują, że w horyzoncie projekcji ceny ropy naftowej na rynku światowym będą kształtować się na stabilnym, relatywnie niskim poziomie, zbliżonym do założeń projekcji listopadowej (Wykres 4.4). Taki kształt prognozy odzwierciedla bilansowanie się czynników wpływających na wzrost oraz spadek notowań tego surowca. Z jednej strony czynniki geopolityczne, w tym utrzymanie sankcji wobec Rosji w związku z jej agresją zbrojną na Ukrainę oraz napięcia na Bliskim Wschodzie, będą oddziaływać w kierunku wyższej ceny ropy naftowej. Z drugiej strony, oczekiwany obniżony popyt na paliwa związany z wolniejszym od długookresowego tempem wzrostu gospodarki światowej, w tym Chin, oraz dalsze zwiększenia

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja marcowa na tle listopadowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

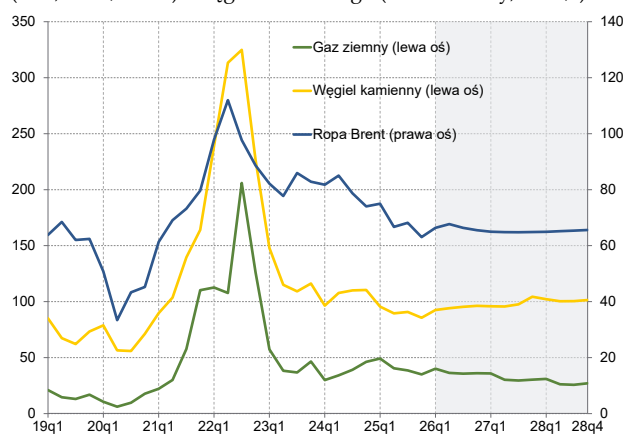
wydobycia przez głównych producentów powinny sprzyjać spadkowi cen ropy naftowej.

Ceny gazu ziemnego na rynku europejskim zwiększyły się natomiast na początku br. czemu sprzyjały niskie temperatury oraz niższe niż przeciętnie wypełnienie magazynów (Wykres 4.4). Notowania kontraktów terminowych implikują jednak, że ceny tego surowca obniżą się w dalszym horyzoncie prognozy poniżej założeń projekcji listopadowej w ślad za zwiększeniem zdolności eksportowych przez Katar i Stany Zjednoczone po planowanym uruchomieniu w tych krajach nowych terminali LNG.

W przypadku rynków rolnych, wiele cen surowców kształtuje się obecnie poniżej założeń projekcji listopadowej (Wykres 4.5). W szczególności, notowania cen europejskiej wieprzowiny obniżyły się w ostatnich miesiącach do czego przyczynił się wzrost produkcji w UE i niższy popyt ze strony Chin po wprowadzeniu przez nie ceł importowych. Jednocześnie spadły ceny ziemniaków, masła oraz kawy, czemu sprzyjała poprawa sytuacji podaźowej na tych rynkach. Wycena na podstawie kontraktów terminowych wskazuje, że indeks cen surowców rolnych wzrośnie w najbliższych kwartałach, ale nadal będzie kształtować się poniżej oczekiwań z poprzedniej projekcji.

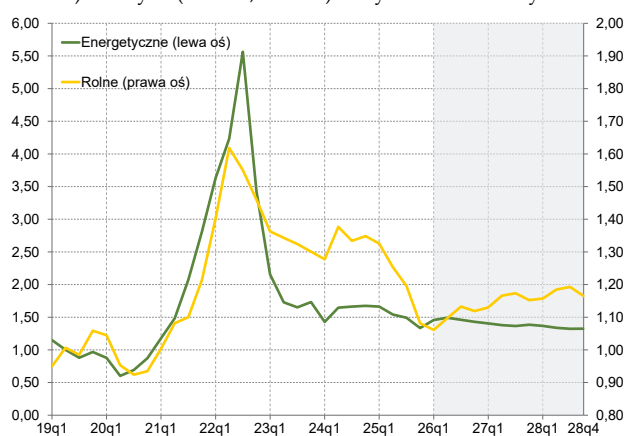
W horyzoncie projekcji oczekuje się, że inflacja w gospodarce światowej pozostanie na niskim poziomie, choć jej poziom będzie zróżnicowany pomiędzy głównymi krajami rozwiniętymi (Wykres 4.6). W strefie euro w latach 2026-2027 inflacja obniży się, w szczególności dynamika cen usług, do czego przyczyni się oczekiwany spadek tempa wzrostu kosztów pracy. W 2028 r. inflacja w tej strefie może jednak ponownie wzrosnąć w wyniku planowanego wejścia w życie systemu *EU ETS2* podnoszącego ceny energii. Z kolei zaostrzenie w ub.r. polityki handlowej przez Stany Zjednoczone będzie nadal w 2026 r. wywierać presję na wzrost cen towarów w tej gospodarce, podobnie jak dotychczasowe osłabienie dolara. W

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



Źródło: dane Bloomberg.

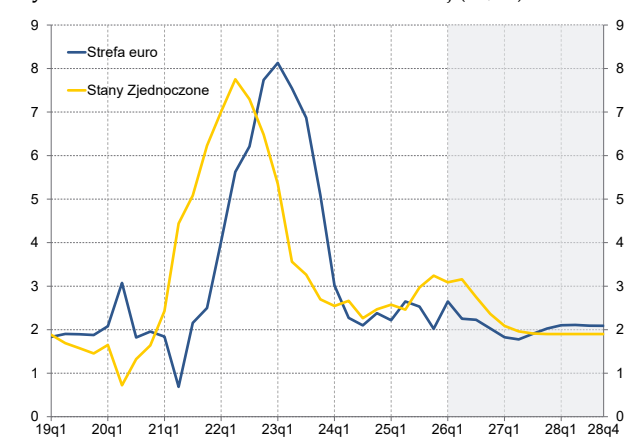
Wykres 4.5 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2019=1) i rolnych (w EUR, 2019=1) na rynkach światowych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

dalszym horyzoncie projekcji wpływ tych czynników wygaśnie i w konsekwencji inflacja w Stanach Zjednoczonych ponownie obniży się.

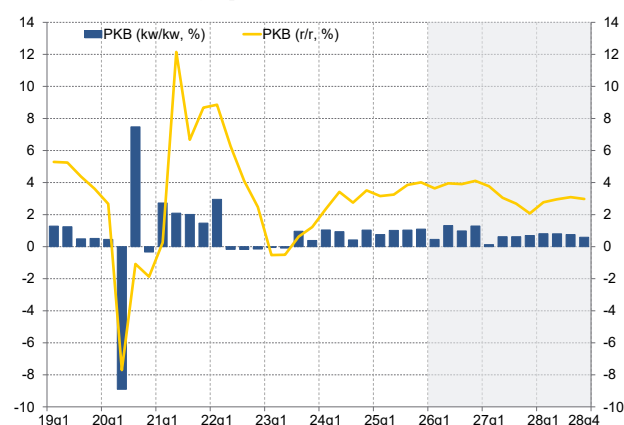
4.3 Gospodarka polska w latach 2026-2028

Aktywność gospodarcza

Po wzroście w 2025 r. o 3,6%, w 2026 r. dynamika krajowego PKB przyspieszy do 3,9% (Wykres 4.7), do czego przyczyni się oczekiwana w tym okresie kulminacja absorpcji funduszy unijnych (Wykres 4.8, Wykres 4.9). W dalszym horyzoncie projekcji obniżenie wykorzystania tych środków przełoży się na spowolnienie akcji inwestycyjnej oraz aktywności ekonomicznej. Spożycie gospodarstw domowych pozostanie istotnym czynnikiem wzrostu gospodarczego, choć wkład tej kategorii do dynamiki PKB w horyzoncie projekcji ulegnie stopniowemu obniżeniu. Tylko w niewielkim stopniu aktywność ekonomiczna w Polsce będzie w latach 2026-2028 wspierana przez popyt zagraniczny przy prognozowanym jedynie ograniczonym ożywieniu w strefie euro.

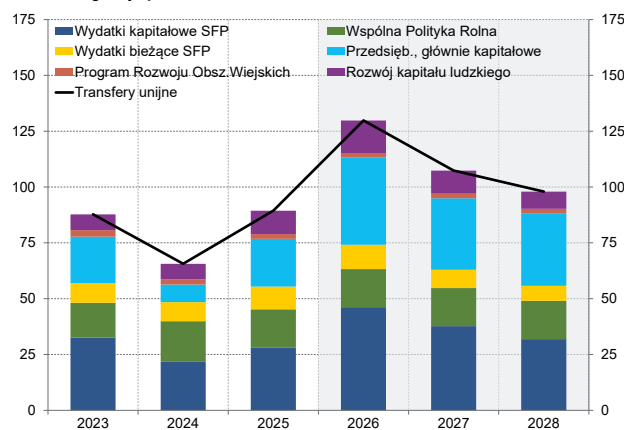
W latach 2026-2028 dynamika konsumpcji prywatnej obniży się w ślad za spowolnieniem tempa wzrostu realnych wynagrodzeń i dochodów do dyspozycji ludności (Wykres 4.10), pozostając jednak istotnym źródłem krajowego wzrostu gospodarczego. W kierunku relatywnie szybkiego wzrostu spożycia gospodarstw domowych będzie oddziaływać ich dążenie do wygładzania ścieżki konsumpcji w czasie kosztem obniżenia stopy oszczędności. Pomimo jej spadku, stopa oszczędności ludności będzie utrzymywać się w horyzoncie projekcji na podwyższonym poziomie, do czego przyczyni się kształtująca się na dodatnim poziomie realna stopa procentowa wobec przyjmowanego w projekcji założenia o braku zmian stóp procentowych NBP. Należy jednak zauważyć, że zwiększoną skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania obserwuje się również w innych krajach, co

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



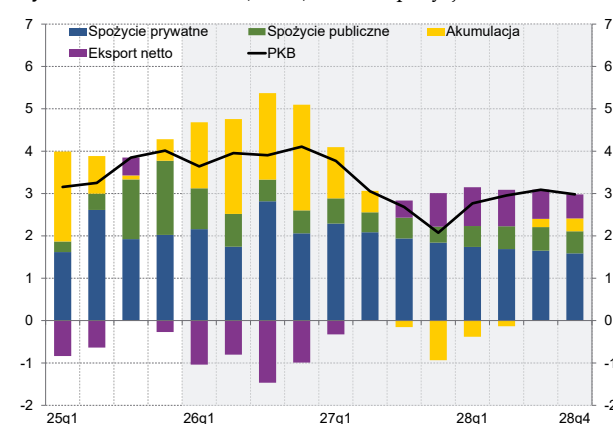
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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



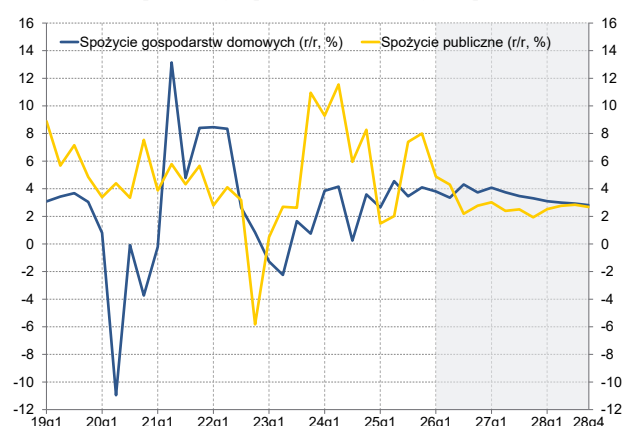
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

tłumaczy się podwyższoną niepewnością oraz motywami przezornościowymi⁴⁹. Mogą one wynikać z obaw o przyszłe zmiany w wysokości podatków lub świadczeń społecznych w reakcji na rosnące zadłużenie sektora rządowego⁵⁰.

Na wahania dynamiki inwestycji w horyzoncie projekcji w istotnym stopniu będą wpływać zmiany wielkości napływu funduszy UE. Kulminacja absorpcji środków unijnych w 2026 r. w ramach programu KPO, przyczyni się do przyspieszenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe do blisko dwucyfrowego poziomu (Wykres 4.11, Wykres 4.12). W dalszym horyzoncie projekcji wykorzystanie środków unijnych obniży się, co przełoży się na ponowne spowolnienie akcji inwestycyjnej (Wykres 4.11).

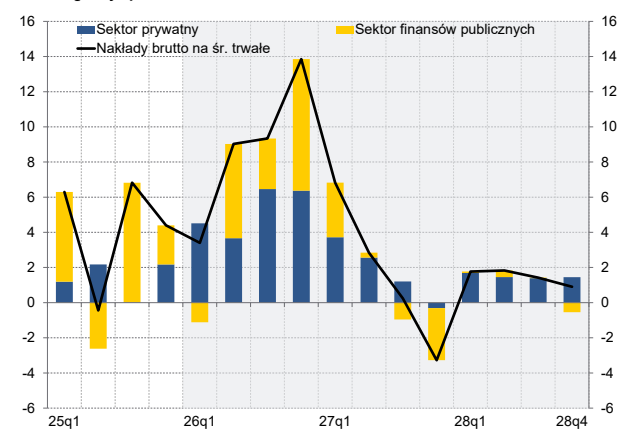
Oczekuje się jednocześnie, że stopa inwestycji w latach 2026-2028 zwiększy się względem okresu 2024-2025, na co będzie mieć wpływ realizacja projektów wieloletnich, częściowo finansowanych środkami UE. Przykładem jest oczekiwany wzrost wydatków związanych z transformacją energetyczną polskiej gospodarki, 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 zł⁵¹, natomiast planowane inwestycje w infrastrukturę przesyłową w latach 2027-2036 mają opiewać na kwotę 66 mld zł⁵². Planowana jest również realizacja programu obejmującego budowę nowego lotniska oraz infrastruktury kolejowej, którego koszt finansowania na lata 2024-2032 określono na 132 mld zł⁵³. Krajową ścieżkę inwestycji będą również w najbliższych latach podnosić oczekiwane wysokie wydatki na zakupy sprzętu wojskowego.

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.

⁴⁹ https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202512_eurosystemstaff-12ead61977.en.html

⁵⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2026/html/ecb.ebbox202508_04~2a3304c3b5.en.html

⁵¹ <https://www.gov.pl/web/morska-energetyka-wiatrowa/program-rozwoju-morskich-farm-wiatrowych>

⁵² https://www.pse.pl/documents/20182/7102190804/PRSP_2027-2036-dokument_glowny_do_kosultacji.pdf

⁵³ https://portpolska.pl/wp-content/uploads/Dokument_Wdrazajacy.pdf

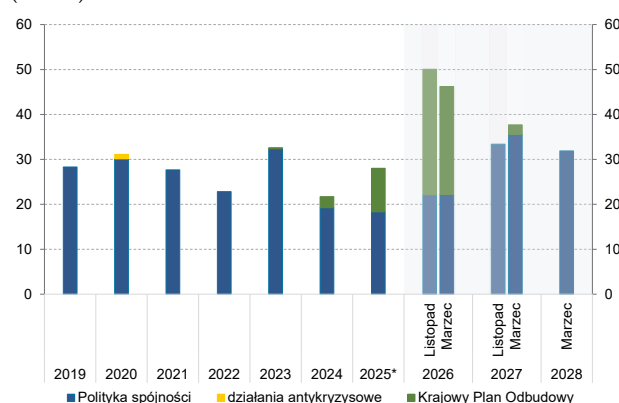
Wobec szybkiego wzrostu popytu krajowego i importu w 2026 r., wkład eksportu netto będzie nadal obniżał dynamikę PKB, zgodnie z jego antycyklicznym charakterem (Wykres 4.13). Przyczyni się do tego również niskie tempo wzrostu aktywności gospodarczej w strefie euro ograniczające dynamikę wolumenu eksportu. W latach 2027-2028, w ślad za spowolnieniem krajowego popytu, dynamika importu obniży się. Jednocześnie, nieco lepsze perspektywy dla kształtowania się koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski, w tym w gospodarce niemieckiej, będą wspierać tempo wzrostu zagranicznej sprzedaży towarów i usług. W rezultacie w tym okresie wkład eksportu netto do dynamiki PKB przyjmie ponownie wartości dodatnie (Wykres 4.13).

Produkt potencjalny i luka popytowa

Produkt potencjalny w latach 2026-2028 będzie rość średnio w tempie 3,2% r/r, nieco poniżej średniej wieloletniej (Wykres 4.14).

Pozytywnie na potencjał krajowej gospodarki w horyzoncie projekcji będzie oddziaływać rozłożony w czasie wpływ relatywnie szybkiego wzrostu inwestycji w latach 2025-2026, podwyższających dynamikę kapitału produkcyjnego (Wykres 4.14). Wsparcie dla potencjału krajowej gospodarki w horyzoncie projekcji będzie stanowić również założony napływ nowych migrantów. Zasiób obcokrajowców jest przy tym w coraz większym stopniu uwzględniany w badaniu BAEL, oddziałując dodatnio na raportowaną ścieżkę liczby aktywnych zawodowo wg BAEL (Wykres 4.18). Napływ migrantów ogranicza widoczne w kształtowaniu się ścieżki aktywnych zawodowo negatywne skutki zmian w strukturze ludności Polski. Zmiany te wynikają z obniżenia populacji w wieku 25-44 lata o najwyższej aktywności zawodowej, przy wzroście liczebności w pozostałych grupach wiekowych, które cechują się jednak niższą aktywnością.

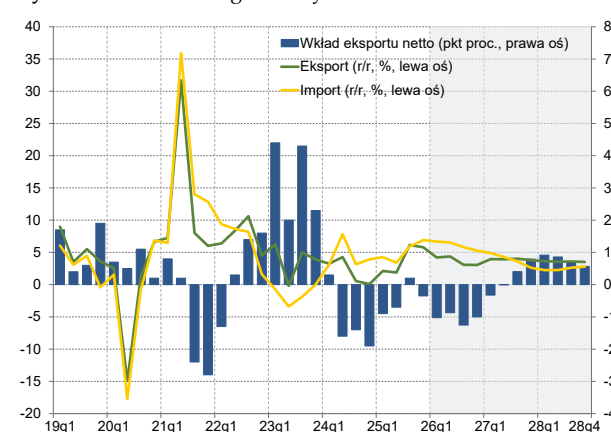
Wykres 4.12 Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

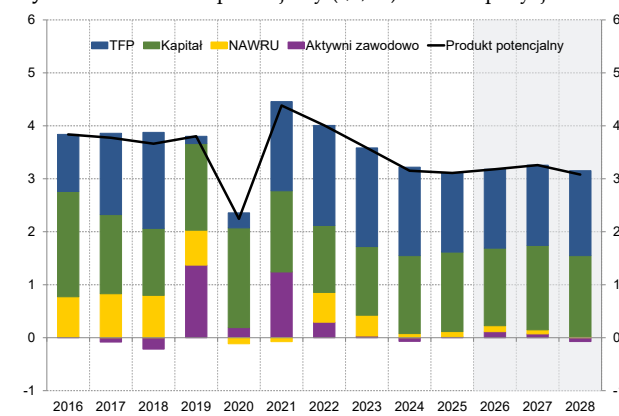
* szacunek NBP.

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 Cobb-Douglassa w postaci:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [LF_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0,62} \cdot K_t^{1-0,62},$$

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzonym o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, LF_t^{trend} – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,62.

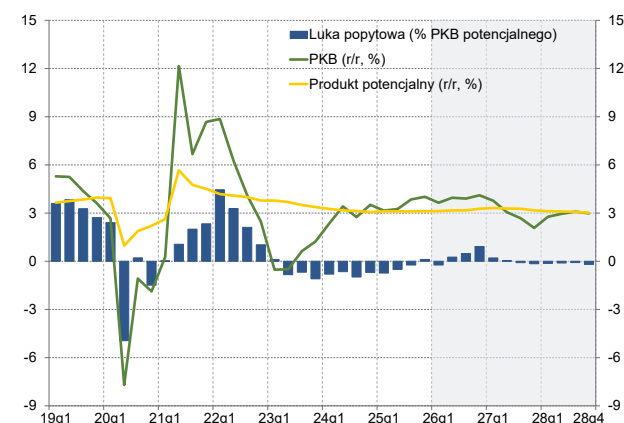
W 2026 r., przy prognozowanym ożywieniu krajowej aktywności gospodarczej powyżej dynamiki potencjalnego PKB, luka popytowa wzrośnie i przejściowo ukształtuje się na dodatnim poziomie (Wykres 4.15). Oznacza to, że oczekiwany w tym okresie wzrost presji popytowej będzie ograniczał spadek inflacji. W kolejnych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

Rynek pracy

Wraz z oczekiwaną kontynuacją ożywienia koniunktury w 2026 r., stopa bezrobocia będzie się stopniowo obniżać (Wykres 4.16). Znajduje to potwierdzenie w wynikach badań przedsiębiorstw, według których większy odsetek firm planuje zwiększyć niż zmniejszyć zatrudnienie w horyzoncie roku⁵⁴ (Wykres 4.17). Na przestrzeni 2027 r., w ślad za wyhamowaniem tempa wzrostu gospodarczego, stopa bezrobocia zacznie powoli rosnąć, reagując – podobnie jak w przeszłości – z opóźnieniem na zmiany aktywności w cyklu koniunkturalnym (Wykres 4.16). Przy oddziaływaniu niekorzystnych procesów demograficznych na liczbę pracujących w horyzoncie projekcji, ich spadek będzie ograniczany przez rosnący udział imigrantów w statystykach rynku pracy (por. punkt *Produkt potencjalny i luka popytowa*, Wykres 4.17).

W horyzoncie projekcji dynamika wynagrodzeń będzie kontynuować spadkowy trend z ostatnich kwartałów (Wykres 4.19). W konsekwencji w latach 2027-2028 w ujęciu realnym będzie się ona kształtować średnio na poziomie zbliżonym do wzrostu wydajności pracy. Za takim scenariuszem przemawia założona w horyzoncie projekcji mniejsza – w porównaniu do wcześniejszych lat – skala podwyżek płacy minimalnej. Jednocześnie wygaśnie wpływ na tempo wzrostu wynagrodzeń

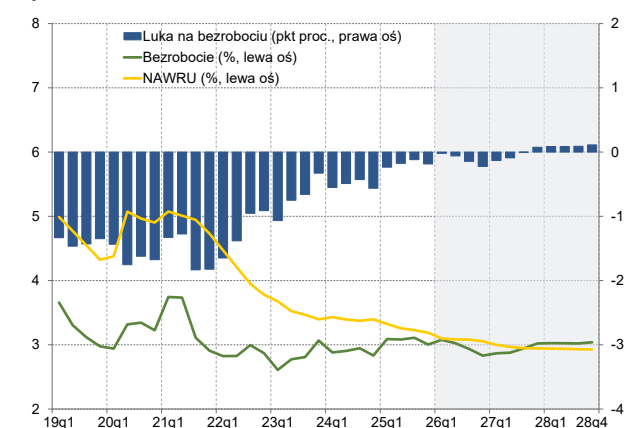
Wykres 4.15 Luka popytowa



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.

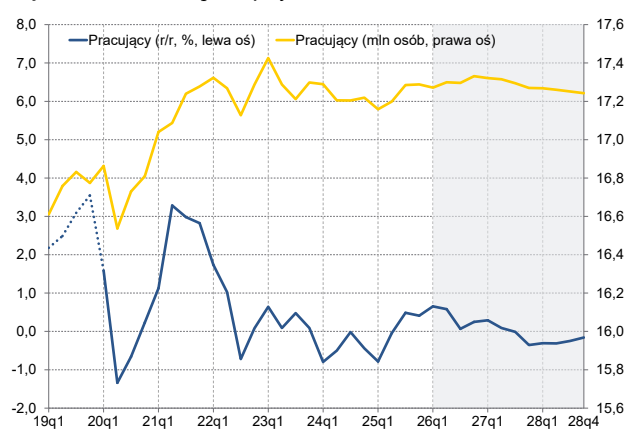
Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.17 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁵⁴ Szybki Monitoring NBP, Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2025 r.

wysokiej inflacji z lat 2022-2023, która z opóźnieniem była uwzględniana w mechanizmie ustalania płac. Prognozę spadku dynamiki płac wspierają wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wskazujące na zmniejszenie się średniej skali planowanej przez przedsiębiorstwa podwyżki wynagrodzeń w perspektywie roku⁵⁵.

Inflacja CPI

Zgodnie z wynikami bieżącej projekcji, dynamika cen konsumenta po spadku do 2,5% r/r w IV kw. ub.r., w kolejnych latach będzie utrzymywać się na zbliżonym, ale nieco niższym poziomie (Wykres 4.20, Wykres 4.21).

W kierunku spadku inflacji bazowej w 2026 r. oddziałuje stopniowo wygasająca presja kosztowa z rynku pracy oraz wzrost konkurencji ze strony dostawców z Chin ograniczający przede wszystkim dynamikę cen towarów. Efekty te będą jedynie w części kompensowane przez przejściowy wzrost presji popytowej odzwierciedlony w kształtującej się na dodatnim poziomie luce popytowej.

Obniżeniu się inflacji cen żywności w 2026 r. sprzyja natomiast poprawa sytuacji podażowej na niektórych rynkach rolno-spożywczych, w tym kakao, mleka i kawy oraz również słabsza presja kosztowa związana z obniżającą się dynamiką wynagrodzeń.

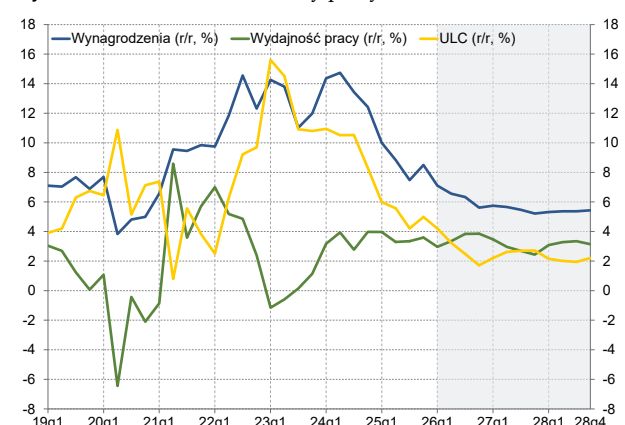
W 2026 r. inflacja cen energii będzie się utrzymywać na niskim – zbliżonym do 1,3% – poziomie (Wykres 4.23). Przyczyni się do tego nieznaczny spadek średnich тариф na sprzedaż energii elektrycznej w stosunku do wcześniej obowiązującej ceny maksymalnej. Jednocześnie obniży się przeciętny rachunek za gaz ziemny po zatwierdzeniu przez Prezes URE nowych тариф dystrybucyjnych. Oczekiwany relatywnie niski poziom notowań cen ropy naftowej będzie z kolei ograniczał wzrost cen paliw. Z drugiej strony, w

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy



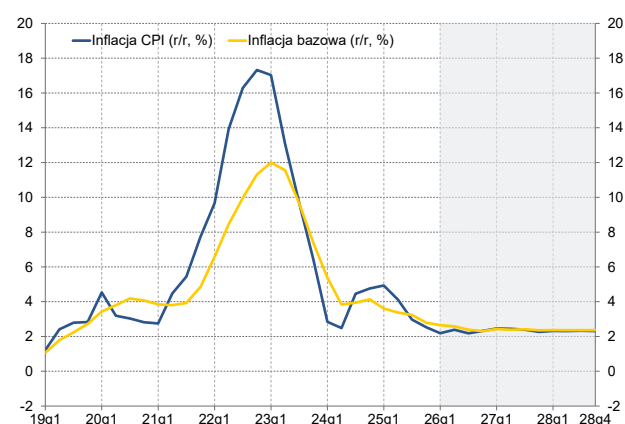
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

⁵⁵ Szybki Monitoring NBP, Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2025 r.

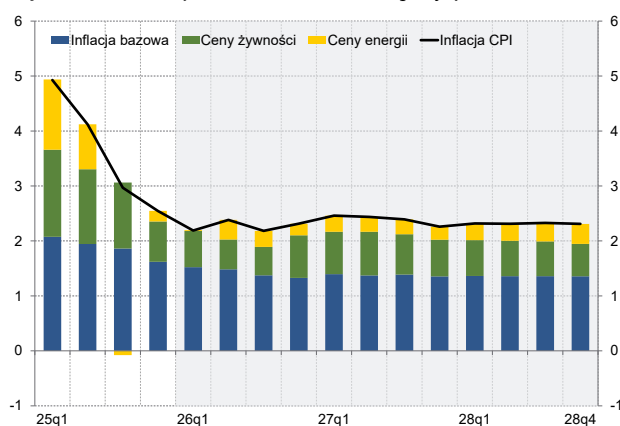
styczniu wzrosła opłata mocowa i OZE oraz taryfy na dystrybucję energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, co przełoży się na wzrost przeciętnego rachunku pomimo – jak wspomniano powyżej – obowiązywania niższych taryf na sprzedaż energii.

W latach 2027-2028 w ślad za spowolnieniem aktywności gospodarczej presja popytowa ponownie się obniży, wspierając proces dezinflacji w polskiej gospodarce. Jednocześnie inflacja będzie pod coraz silniejszym wpływem słabnącego tempa wzrostu wynagrodzeń. Częściowo wygaśnie natomiast wpływ na dynamikę cen w ujęciu r/r niektórych czynników, które obniżały inflację w 2026 r. W szczególności, notowania kontraktów terminowych wskazują, że po istotnej korekcie na przełomie 2025 i 2026 r., ceny surowców rolnych w kolejnych latach stopniowo wzrosną. Jednocześnie zmniejszy się dezinflacyjne oddziaływanie importu z Chin (Wykres 4.22).

W konsekwencji powyższych uwarunkowań, inflacja CPI pozostanie w całym horyzoncie projekcji w przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W ujęciu średniorocznym dynamika cen konsumenta obniży się z 3,6% w 2025 r. do 2,3% w 2026 r., 2,4% w 2027 r. oraz 2,3% w ostatnim roku projekcji.

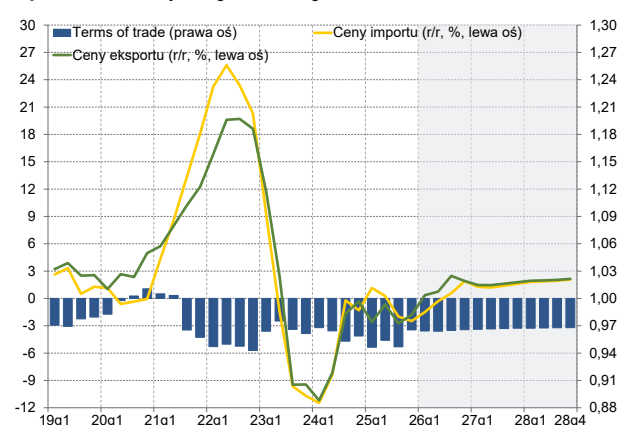
Istotnym – choć nieco przesuniętym w czasie – czynnikiem, który może mieć potencjalnie bardzo duży wpływ na ścieżkę cen energii i inflacji CPI w 2028 r., jest planowane rozszerzenie systemu handlu emisjami CO₂ w państwach członkowskich UE na nowe sektory, tj. transport drogowy i budownictwo (*EU ETS2*). Zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) sprzedawcy gazu, benzyny, węgla oraz innych paliw będą zobowiązani do umarzania uprawnień zgodnie z wielkością emisji CO₂. Nie wiadomo jeszcze jak będą kształtować się ceny tych uprawnień w 2028 r., przy czym planuje się ograniczyć ich wzrost, jeśli cena przekroczy 45 EUR/tonę (w cenach z 2020 r. indeksowanych zharmonizowanym wskaźnikiem cen). Gdyby

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



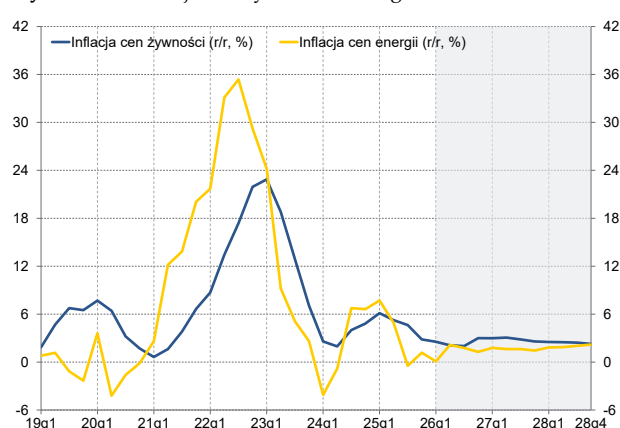
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

założyć ich pełne przełożenie na ceny paliw, wówczas wzrost kosztów o każde 10 zł za tonę emisji CO₂ 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 jednak pojawiają się postulaty dalszego przesunięcia w czasie implementacji nowego systemu. W związku z powyższym w bieżącej projekcji nie uwzględniono w ścieżce centralnej skutków wejścia w życie systemu EU ETS₂, który tym samym stanowi ryzyko w górę dla ukształtowania się inflacji CPI w 2028 r. (por. rozdział 4.5 *Źródła niepewności projekcji*).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji listopadowej, przyczyniły się do obniżenia prognozy inflacji CPI w 2026 r., nie zmieniając jednocześnie znacząco przewidywań dla 2027 r. W porównaniu do wyników poprzedniej rundy progностycznej oczekiwana ścieżka krajowego tempa wzrostu gospodarczego została natomiast zrewidowana w górę (Tabela 4.2, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27).

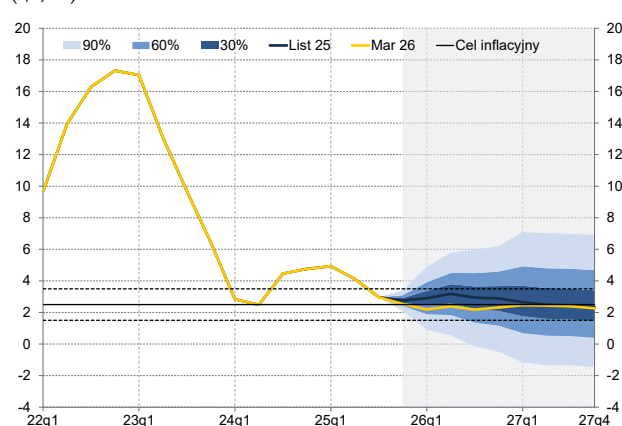
Niższa inflacja CPI w 2026 r. względem projekcji listopadowej jest wynikiem uwzględnienia danych napływających na przełomie 2025 i 2026 r. Wpłynęły one na spadek oczekiwanej dynamiki cen energii oraz – w mniejszym stopniu – towarów rynkowych i żywności. Na ukształtowanie się cen energii w 2026 r. poniżej przewidywań z projekcji listopadowej wpływają zatwierdzone przez Prezesa URE nowe, niższe taryfy na energię elektryczną dla gospodarstw domowych. Średnia cena netto za energię elektryczną od stycznia 2026 r. wynosi 495 PLN/MWh, co oznacza spadek o 14% w porównaniu do stawek wcześniej obowiązujących

Tabela 4.2 Projekcja marcowa na tle listopadowej

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

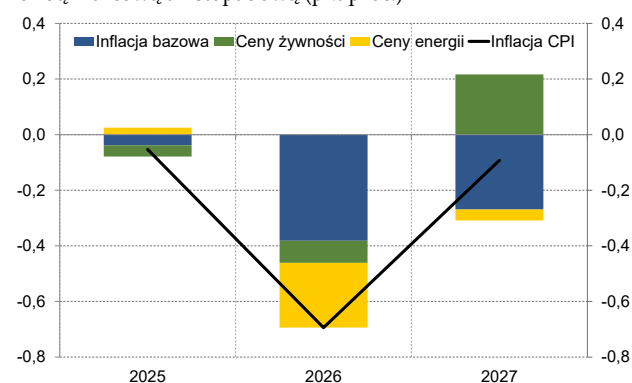
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Projekcja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

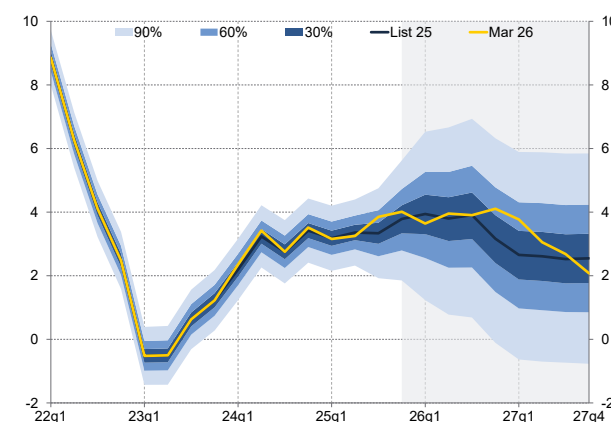
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

(573 PLN/MWh⁵⁶). Obniżenie dynamiki cen towarów rynkowych, w tym wyposażenia mieszkania oraz samochodów, jest z kolei wynikiem presji deflacyjnej ze strony Chin. Do spadku dynamiki cen żywności przyczyniła się natomiast wyższa podaż produktów rolnych na unijnym rynku wskutek lepszych niż oczekiwano zbiorów oraz wprowadzenie przez Chiny ceł na wieprzowinę i produkty wieprzowe w grudniu 2025 r.

W 2027 r. wpływ czynników obniżających dynamikę cen żywności i energii wygaśnie. Ograniczająco na tempo dezinflacji będzie oddziaływać przy tym poprawa krajowej aktywności gospodarczej odzwierciedlona w wyższej niż w projekcji listopadowej luce popytowej. Inflacja bazowa, ze względu na jej większą inercję, będzie natomiast nadal kształtować się poniżej wyników poprzedniej projekcji.

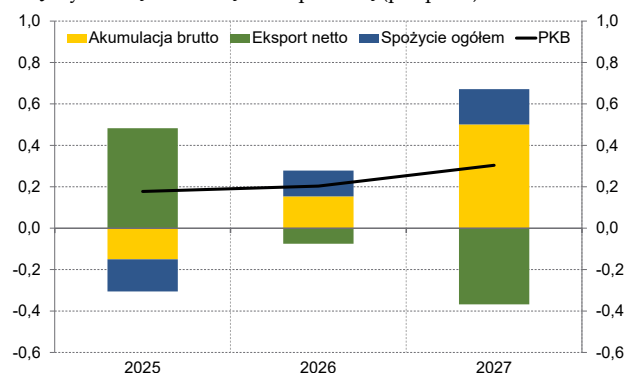
Na podniesienie prognozy wzrostu gospodarczego w latach 2026-2027 względem rundy listopadowej wpłynęły obniżki stóp procentowych – łącznie o 0,50 punktu procentowego – uchwalone przez RPP po zamknięciu poprzedniej projekcji. Dodatkowo czynniki, które przyczyniły się do obniżenia inflacji w 2026 r. przełożą się na podniesienie spożycia gospodarstw domowych z uwagi na silniejszy wzrost ich dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym. Skalę poprawy aktywności gospodarczej w Polsce będzie natomiast ograniczał niższy niż przewidywano w projekcji listopadowej wkład eksportu netto do wzrostu PKB ze względu na jego antycykliczny charakter.

Wykres 4.26 Projektcja marcową na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁵⁶ Średnia taryfa 573 PLN/MWh za energię elektryczną była ustalona dla IV kw. 2025 r. i w rundzie listopadowej założono brak jej zmiany w 2026 r. Jednocześnie w IV kw. 2025 r. gospodarstwa domowe obowiązywała wprowadzona ustawą cena maksymalna (500 zł/MWh), która wygasła od początku 2026 r. co oznacza rozliczanie konsumentów ponownie zgodnie z taryfami zatwierdzanymi przez URE.

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 kształtowania się popytu konsumpcyjnego i wynagrodzeń oraz od przyszłej polityki fiskalnej. Ponadto w 2028 r. istotne źródło niepewności dla krajowych cen stanowi planowane wejście w życie nowego systemu handlu emisjami CO₂ (EU ETS2). Ważnymi źródłami ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki są natomiast: skala ożywienia inwestycji w strefie euro, w tym w gospodarce niemieckiej, zakres napięć geopolitycznych i handlowych oraz przyszła polityka fiskalna w głównych gospodarkach wobec wysokiego ich poziomu zadłużenia. Bilans czynników niepewności jest zbliżony do symetrycznego dla dynamiki PKB, przy przewadze ryzyk w górę dla inflacji CPI w 2028 r. (Tabela 4.3).

Ryzyka krajowe dla ścieżki inflacji CPI

Istotnymi krajowymi czynnikami ryzyka dla przyszłej ścieżki inflacji CPI są skala i wpływ na procesy inflacyjne zmian popytu konsumpcyjnego oraz dynamiki wynagrodzeń. Niepewność dla scenariusza centralnego związana jest również z przyszłą polityką fiskalną, ponieważ w obliczu wysokiego deficytu budżetowego niezbędne mogą być działania prowadzące do jego ograniczenia. W szczególności, możliwe obniżenie wydatków fiskalnych, poprzez kanał popytowy zadziałałoby deflacyjnie, natomiast ewentualne zwiększenie podatków i cen administrowanych miałyby bardziej proinflacyjny charakter, przynajmniej w krótkim horyzoncie. Istotnym czynnikiem ryzyka w górę dla cen energii w 2028 r. jest planowane na ten rok wprowadzenie

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	0,04	0,79	1,00	0,50	0,96
26q2	0,23	0,55	0,84	0,51	0,61
26q3	0,33	0,58	0,80	0,50	0,46
26q4	0,33	0,54	0,74	0,50	0,41
27q1	0,32	0,51	0,70	0,50	0,38
27q2	0,33	0,51	0,69	0,50	0,36
27q3	0,34	0,52	0,69	0,50	0,35
27q4	0,37	0,54	0,71	0,50	0,34
28q1	0,35	0,50	0,64	0,47	0,29
28q2	0,35	0,50	0,64	0,47	0,29
28q3	0,34	0,49	0,64	0,46	0,29
28q4	0,34	0,49	0,64	0,46	0,30

Źródło: obliczenia NBP.

nowego systemu handlu emisjami CO₂, obejmującego transport drogowy i budownictwo mieszkaniowe (EU ETS2, por. punkt *Inflacja CPI*). Ze względu na brak krajowych regulacji, możliwe opóźnienia we wdrażaniu oraz niepewność co do cen uprawnień do emisji CO₂, zmiana ta nie została uwzględniona w scenariuszu bazowym projekcji.

Wykorzystanie środków w ramach KPO

Ważne źródło niepewności dla przyszłej aktywności gospodarczej stanowi skala wykorzystania w 2026 r. środków w formie dotacji w ramach programu KPO, z uwagi na niską jak dotychczas absorpcję tych funduszy oraz obowiązujące ramy czasowe obowiązywania tego programu. Niepełne wykorzystanie tych środków względem założeń scenariusza centralnego

skutkowałoby niższą ścieżką inwestycji i PKB w 2026 r. Jednocześnie w takim scenariuszu dynamika nakładów na środki trwałe wzrosłaby w 2027 r. ze względu na niższy punkt odniesienia, zwłaszcza gdyby nastąpiło dalsze przesunięcie części niewykorzystanych funduszy na kolejne lata (co założono już częściowo w scenariuszu bazowym).

Aktywność gospodarcza za granicą

Istotnym zewnętrznym ryzykiem dla scenariusza centralnego projekcji jest dalsza eskalacja konfliktów handlowych i geopolitycznych. W szczególności, możliwe jest dalsze narastanie napięć na Bliskim Wschodzie, w Ameryce Łacińskiej lub w relacjach transatlantycznych w połączeniu z zaostrzeniem polityki handlowej pomiędzy głównymi gospodarkami świata. Przy realizacji tych ryzyk nastąpiłaby fragmentacja handlu i zakłócenia globalnych łańcuchów dostaw. Obniżyłoby to wzrost PKB w Polsce względem scenariusza centralnego poprzez słabszą aktywność w jej otoczeniu zewnętrznym. Dodatkowo, perspektywy dla aktywności ekonomicznej strefy euro zależą od przyszłej skali inwestycji, w szczególności wykorzystania funduszy infrastrukturalnych w Niemczech oraz tempa wydatków obronnych krajów tego obszaru walutowego. Brak wyraźnej poprawy w gospodarce niemieckiej i wolniejszy wzrost w pozostałych krajach strefy euro skutkowałyby osłabieniem polskiego eksportu i inwestycji, a ścieżka PKB i inflacji CPI w Polsce ukształtowałyby się poniżej scenariusza bazowego. Ważnym czynnikiem ryzyka jest również wysoki poziom zadłużenia publicznego, który ogranicza przestrzeń dla polityki fiskalnej w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro. Wystąpienie szoków wpływających negatywnie na poziom deficytu tych krajów, wymuszających konsolidację fiskalną, przełożyłoby się na niższą aktywność gospodarczą w strefie euro. Istotnym czynnikiem ryzyka niższej dynamiki wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych pozostaje

natomiast możliwość głębszego od prognozowanego osłabienia sytuacji na rynku pracy oraz istotnej korekty wycen wybranych aktywów finansowych, w tym cen akcji sektora *high-tech*.

Z drugiej strony, do poprawy koniunktury w najbliższym otoczeniu ekonomicznym Polski mogłyby przyczynić się silniejsze niż założono w scenariuszu bazowym efekty zwiększonych wydatków na bezpieczeństwo w Europie oraz ekspansji fiskalnej w Niemczech. Trwające konflikty geopolityczne oraz przyszła polityka handlowa mogą mieć również mniejszy niż założono w scenariuszu centralnym negatywny wpływ na sytuację makroekonomiczną w głównych gospodarkach światowych. Dodatkowo, korzystnie na aktywność ekonomiczną może oddziaływać wyższe niż zakładane w scenariuszu bazowym tempo wzrostu produktywności, będące pochodną, w szczególności, postępu wykorzystania sztucznej inteligencji w zastosowaniach biznesowych. 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 i kurs walutowy

Źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają również zmiany cen surowców energetycznych na globalnych rynkach oraz kształtowanie się kursu walutowego. Ceny ropy naftowej i innych surowców mogą podlegać istotnym wahaniom z powodu zmian oczekiwań dotyczących perspektyw popytu, jak również ze względu na działania podejmowane przez głównych producentów dotyczących wielkości wydobycia. Na przyszłą podaż surowców energetycznych na rynkach światowych będzie oddziaływać skala

napięć na Bliskim Wschodzie oraz poziom niestabilności w krajach Ameryki Łacińskiej, w tym Wenezueli i Kubie. Eskalacja konfliktu Stanów Zjednoczonych i Izraela z Iranem, która nastąpiła po zamknięciu projekcji marcowej i doprowadziła do ograniczenia wydobycia i utrudnień w transporcie ropy naftowej i gazu ziemnego, stanowi materializację jednego z wyżej wymienionych ryzyk dla scenariusza centralnego projekcji. Te i inne napięcia geopolityczne będą również wpływać na poziom globalnej awersji do ryzyka, oddziałując na kierunek i skalę międzynarodowych przepływów kapitałowych, a w konsekwencji na kształtowanie się kursów walutowych, w tym kursu złotego.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2025				2026				2027				2028				2025	2026	2027	2028
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	4,9	4,1	3,0	2,5	2,2	2,4	2,2	2,3	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	3,6	2,3	2,4	2,3
Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	3,6	3,4	3,2	2,8	2,6	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	3,3	2,5	2,4	2,4
Ceny żywności (% r/r)	6,1	5,3	4,6	2,8	2,5	2,1	2,0	3,0	3,0	3,1	2,8	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	4,7	2,4	2,9	2,4
Ceny energii (% r/r)	7,7	4,9	-0,5	1,2	0,1	2,2	1,8	1,3	1,8	1,6	1,6	1,4	1,8	1,9	2,0	2,2	3,2	1,3	1,6	2,0
PKB (% r/r)	3,2	3,3	3,8	4,0	3,6	4,0	3,9	4,1	3,8	3,1	2,7	2,1	2,8	3,0	3,1	3,0	3,6	3,9	2,9	2,9
Popyt krajowy (% r/r)	4,3	4,1	3,7	4,5	4,9	5,5	4,8	5,5	4,3	3,2	2,4	1,3	1,9	2,2	2,5	2,5	4,2	5,2	2,8	2,3
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	2,6	4,5	3,5	4,1	3,8	3,4	4,3	3,7	4,1	3,7	3,5	3,3	3,1	3,0	2,9	2,8	3,7	3,8	3,6	3,0
Spożycie publiczne (% r/r)	1,5	2,0	7,4	8,0	4,9	4,3	2,2	2,8	3,0	2,4	2,5	1,9	2,5	2,8	2,8	2,7	5,0	3,5	2,5	2,7
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	6,4	-0,7	7,1	4,4	3,4	9,0	9,3	13,9	6,8	2,8	0,2	-3,3	1,8	1,8	1,4	0,9	4,2	8,9	1,5	1,5
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	-0,9	-0,7	0,2	-0,3	-1,0	-0,9	-1,3	-1,0	-0,3	0,0	0,4	0,8	0,9	0,9	0,7	0,6	-0,4	-1,0	0,2	0,8
Eksport (% r/r)	2,1	1,9	6,1	5,8	4,2	4,4	3,1	3,1	3,9	3,9	4,0	3,8	3,7	3,6	3,6	3,5	4,0	3,7	3,9	3,6
Import (% r/r)	4,3	3,4	5,9	6,9	6,7	6,5	5,8	5,3	4,9	4,3	3,6	2,6	2,3	2,3	2,6	2,8	5,2	6,1	3,8	2,5
Wynagrodzenia (% r/r)	10,0	8,8	7,5	8,5	7,1	6,6	6,3	5,6	5,7	5,7	5,5	5,2	5,3	5,4	5,4	5,4	8,7	6,4	5,5	5,4
Pracujący (% r/r)	-0,8	0,0	0,5	0,4	0,7	0,6	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,4	0,0	-0,3
Stopa bezrobocia (%)	3,1	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0	2,9	3,0
NAWRU (%)	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,2	3,1	3,0	2,9
Stopa aktywności zawodowej (%)	58,3	58,4	58,8	58,7	58,7	58,8	58,7	58,8	58,8	58,8	58,7	58,7	58,7	58,7	58,7	58,7	58,6	58,7	58,7	58,7
Wydajność pracy (% r/r)	4,0	3,3	3,3	3,6	3,0	3,4	3,8	3,8	3,5	3,0	2,7	2,4	3,1	3,3	3,3	3,1	3,6	3,5	2,9	3,2
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	6,0	5,6	4,2	5,0	4,2	3,2	2,5	1,7	2,2	2,6	2,7	2,7	2,2	2,0	1,9	2,2	5,2	2,9	2,6	2,1
Produkt potencjalny (% r/r)	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0	3,1	3,2	3,3	3,1
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,7	-0,5	-0,2	0,1	-0,2	0,3	0,5	0,9	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,4	0,0	-0,1
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)	1,33	1,25	1,20	1,08	1,06	1,10	1,13	1,12	1,13	1,17	1,17	1,15	1,16	1,18	1,19	1,16	1,21	1,10	1,16	1,17
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)	1,66	1,54	1,49	1,34	1,46	1,49	1,46	1,43	1,41	1,38	1,37	1,39	1,37	1,34	1,32	1,32	1,51	1,46	1,38	1,34
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	1,9	2,2	2,1	1,8	2,3	2,1	2,1	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	1,8	2,1
PKB za granicą (% r/r)	1,5	1,4	1,3	1,3	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2	1,4	1,2
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,7	-1,1	-1,1	-0,6
WIBOR 3M (%)	5,86	5,35	4,88	4,31	4,09	4,12	4,12	4,12	4,12	4,12	4,12	4,12	4,12	4,12	4,12	4,12	5,10	4,11	4,12	4,12

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

Dla większości zmiennych wartości do IV 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 energetycznych, deflatora wartości dodanej za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a indeks cen surowców rolnych oraz stopa WIBOR 3M to szeregi nieodsezonowane.

Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, 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.

Dane dla rachunku bieżącego są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2025 r. – styczeń 2026 r.

■ Data: 8 października 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 1,00 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 8 października 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: 8 października 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2025 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: 5 listopada 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 1,25 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: 5 listopada 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	Przeciw:	J.B. Tyrowicz
	I.K. Dąbrowski		
	I. Duda		
	W.S. Janczyk		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	G. Masłowska		
	H.J. Wnorowski		

■ Data: 5 listopada 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 10/2025 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	Przeciw:	J.B. Tyrowicz
	I.K. Dąbrowski		
	I. Duda		
	W.S. Janczyk		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	G. Masłowska		
	H.J. Wnorowski		

■ Data: 2 grudnia 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 11/2025 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2026.

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 grudnia 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 1,50 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: 3 grudnia 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	Przeciw:	J.B. Tyrowicz
	I.K. Dąbrowski		
	I. Duda		
	W.S. Janczyk		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	G. Masłowska		
	H.J. Wnorowski		

■ Data: 3 grudnia 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 12/2025 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	Przeciw:	J.B. Tyrowicz
	I.K. Dąbrowski		
	I. Duda		
	W.S. Janczyk		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	G. Masłowska		
	H.J. Wnorowski		

■ Data: 14 stycznia 2026 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
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H.J. Wnorowski
M. Zarzecki

nbp.pl

