



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2025 r.

Raport o inflacji





NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Raport o inflacji – marzec 2025 r.

Warszawa, 2025 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 27 lutego 2025 r., podobnie projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 27 lutego.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	13
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
2. Gospodarka krajowa	17
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	20
2.3 Sektor finansów publicznych	22
2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	23
2.5 Rynek pracy	25
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów	27
2.7 Pieniądz i kredyt	28
2.8 Bilans płatniczy	29
3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2024 r. – marzec 2025 r.	31
4. Projekcja inflacji i PKB	43
4.1 Synteza	44
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	46
4.3 Gospodarka polska w latach 2025-2027	48
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	55
4.5 Źródła niepewności projekcji	56
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2024 – styczeń 2025 r.	61

Synteza

W II połowie 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro, mimo pewnego przyspieszenia, była nadal ograniczona. W szczególności w Niemczech PKB nieznacznie się obniżył. Również w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej koniunktura była osłabiona. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych PKB wzrastał w tempie zbliżonym do wieloletniej średniej. Dynamika aktywności w przemyśle w głównych gospodarkach rozwiniętych – w tym zwłaszcza w strefie euro – pozostaje przy tym niska i wyraźnie słabsza niż w sektorze usług. Na globalną koniunkturę nadal negatywnie wpływają skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania i szoków podaży z poprzednich lat. Z kolei w kierunku wyższej dynamiki aktywności oddziałuje korzystna sytuacja na rynkach pracy oraz wzrost realnych wynagrodzeń.

W ostatnim okresie inflacja w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki oraz w Stanach Zjednoczonych wzrosła. Jednocześnie w Chinach presja inflacyjna pozostawała niska. Inflacja bazowa w wielu krajach pozostawała wyższa od inflacji ogółem, przy dynamice cen usług utrzymującej się na podwyższonym poziomie. Z kolei dynamika cen towarów przemysłowych była wciąż niska w związku z osłabionym popytem i ograniczoną pozapłacową presją kosztową, widoczną w niskiej rocznej dynamice cen produkcji w przemyśle.

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

W ostatnich miesiącach większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych obniżyła stopy procentowe lub utrzymywała je niezmiennie po wcześniejszych obniżkach. Rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach rozwiniętych wzrosły, a w gospodarkach wschodzących kształtowały się na poziomie podobnym jak w październiku ub.r. Jednocześnie kurs dolara amerykańskiego umocnił się względem wielu walut.

Inflacja CPI od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* wzrosła i w styczniu 2025 r. – według wstępnych danych GUS – wyniosła 5,3% r/r, wyraźnie przekraczając cel inflacyjny NBP. W ostatnich miesiącach wysoka była w szczególności roczna dynamika cen energii, przede wszystkim w związku ze wzrostem cen energii elektrycznej i gazu ziemnego na skutek ich częściowego odmrożenia od lipca ub.r., a także z podwyższeniem taryf na dystrybucję gazu ziemnego od stycznia br. Jednocześnie na podwyższonym poziomie utrzymywał się wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, głównie ze względu na wysoką dynamikę cen usług w warunkach szybko rosnących wynagrodzeń. Istotny wkład do rocznej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach miały również rosnące w ujęciu rocznym ceny żywności i napojów bezalkoholowych, w tym w wyniku przywrócenia 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty spożywcze od kwietnia 2024 r. Z kolei tempo wzrostu cen towarów

nieżywnościowych pozostało niskie, czemu sprzyjała niska pozapłacowa presja kosztowa odzwierciedlona we wciąż ujemnej rocznej dynamice cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS w 2024 r. PKB w Polsce wzrósł o 2,9% (wobec 0,1% w 2023 r.). Do zwiększenia dynamiki aktywności gospodarczej w największym stopniu przyczyniło się ożywienie konsumpcji prywatnej (wzrost o 3,1% wobec spadku o 0,3% w 2023 r.) oraz odbudowa zapasów. Zmiany dynamiki konsumpcji i wkładu zapasów miały w szczególności silny wpływ na kształtowanie się dynamiki PKB w II połowie ub.r., która – po pewnym spowolnieniu w III kw. (do 2,7% r/r) – w IV kw. 2024 r. przyspieszyła do 3,2% r/r.

Deficyt sektora finansów publicznych (w ujęciu ESA2010) w pierwszych trzech kwartałach 2024 r. wyniósł 121,2 mld zł (3,4% PKB), wobec deficytu 81,3 mld zł (2,4% PKB) w tym samym okresie 2023 r. Wzrost deficytu był efektem przede wszystkim wysokiego tempa wzrostu wydatków publicznych w wielu kategoriach. Najsilniejszy wzrost dotyczył kosztów pracy, w związku z podwyżkami wynagrodzeń nauczycieli i pracowników państwowej sfery budżetowej, oraz zwiększenia wydatków na świadczenia społeczne pieniądze.

Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw niefinansowych w III kw. 2024 r. pogorszyła się, a zagregowany wynik finansowy brutto obniżył się. Wpłynęło na to pogorszenie wyniku z pozostałej działalności operacyjnej spowodowane głównie stratami z tytułu aktualizacji wartości aktywów niefinansowych. Jednocześnie, choć wynik ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów ponownie obniżył się w ujęciu rocznym, to jego dynamika poprawiła się. Mimo spadku rentowności sektora przedsiębiorstw, jego płynność w większości sekcji gospodarki pozostała wysoka.

Sytuacja na rynku pracy w ostatnim okresie była dobra. Utrzymywała się niska stopa bezrobocia i wysoka liczba pracujących, choć część wskaźników dotyczących zatrudnienia sygnalizowała jego spadek. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń w II połowie 2024 r. pozostała wysoka, przy czym nieco obniżyła się względem I połowy ub.r.

W ostatnich miesiącach na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływ miały nastroje na światowych rynkach finansowych, kształtowane m.in. przez oczekiwania rynkowe w zakresie stóp procentowych głównych banków centralnych oraz niepewność związaną z możliwymi zmianami polityki handlowej na świecie. Rentowności polskich obligacji skarbowych – podobnie jak rentowności obligacji w głównych gospodarkach rozwiniętych – wzrosły. Jednocześnie kurs złotego umocnił się względem euro, natomiast względem dolara amerykańskiego – pomimo aprecjacji dolara na światowych rynkach – kurs złotego kształtował się na podobnym poziomie jak rok wcześniej.

Dynamika agregatu M3 w IV kw. 2024 r. przyspieszyła do 8,7% r/r (wobec 8,2% r/r w III kw. ub.r.). Jednocześnie dynamika roczna zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych obniżyła się, a przedsiębiorstw wzrosła.

Saldo rachunku bieżącego oraz kształtowanie się pozostałych wskaźników nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki, przy czym w IV kw. 2024 r. saldo rachunku bieżącego ponownie się obniżyło. Wynikało to przede wszystkim z dalszego pogłębienia się deficytu obrotów towarowych. Z kolei saldo usług nie zmieniło się, a deficyt na rachunku dochodów pierwotnych nieznacznie się zmniejszył.

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 2024 r. – styczeń 2025 r. oraz *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w lutym i marcu 2025 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2024 r. – styczeń 2025 r.

W rozdziale 4. Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 27 lutego 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,1 – 5,7% w 2025 r. (wobec 4,2 – 6,6% w projekcji z listopada ub.r.), 2,0 – 4,8% w 2026 r. (wobec 1,4 – 4,1%) oraz 1,1 – 3,9% w 2027 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 4,6% w 2025 r. (wobec 2,4 – 4,3% w projekcji z listopada ub.r.), 1,9 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,7 – 4,0%) oraz 1,1 – 3,5% w 2027 r.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

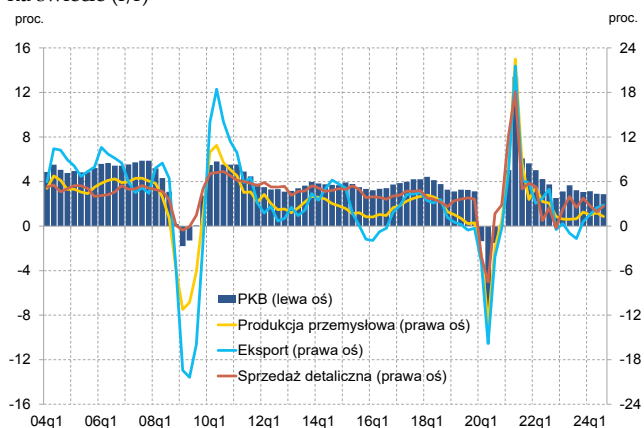
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W II połowie 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro – mimo pewnego przyspieszenia – była nadal ograniczona. W szczególności w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – PKB nieznacznie się obniżył. Również w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej koniunktura była osłabiona. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych PKB wzrastał w tempie zbliżonym do wieloletniej średniej. Dynamika aktywności w przemyśle w głównych gospodarkach rozwiniętych – w tym zwłaszcza w strefie euro – pozostaje przy tym niska i wyraźnie słabsza niż w sektorze usług.

Na globalną koniunkturę nadal negatywnie wpływają skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania i szoków podaźowych z poprzednich lat. Z kolei w kierunku wyższej dynamiki aktywności oddziałuje korzystna sytuacja na rynkach pracy oraz wzrost realnych wynagrodzeń. Towarzyszy temu stopniowe ożywienie światowego eksportu towarów (Wykres 1.1)¹. Czynnikiem ryzyka dla handlu międzynarodowego pozostaje jednak dalsza fragmentacja handlu, której źródłem jest m.in. wzrost napięć geopolitycznych oraz możliwe zmiany polityki handlowej na świecie.

W strefie euro dynamika PKB zarówno w III kw. 2024 r., jak i w IV kw. ub.r. wyniosła 0,9% r/r

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



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

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

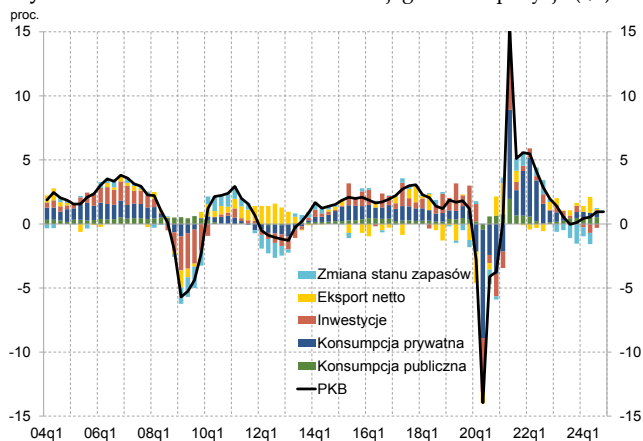
¹ W 2024 r. znaczne podwyżki ceł na import towarów z Chin ogłosiły Stany Zjednoczone i Kanada oraz Unia Europejska, na co Chiny zareagowały działaniami odwetowymi. Ponadto, zarówno gospodarki rozwinięte, jak i Chiny prowadzą względem siebie szereg postępowań dotyczących dumpingu oraz subsydiowania krajowych producentów. Na początku 2025 r. Stany Zjednoczone ogłosiły podwyżki ceł na import towarów z części gospodarek, ale do dnia *cut-off date* bieżącej edycji *Raportu* część z nich nie weszła w życie.

(wobec 0,5% r/r w II kw. 2024 r.; Wykres 1.2)². Dynamika PKB w II połowie 2024 r. była przy tym istotnie zróżnicowana między krajami strefy euro – w szczególności w Niemczech wyniosła -0,2%, podczas gdy we Francji wyniosła 0,9%, we Włoszech 0,5%, a w Hiszpanii 3,5%. Do wzrostu PKB strefy euro w III kw. 2024 r. najsilniej przyczyniły się spożycie zbiorowe i konsumpcja prywatna, a w mniejszym stopniu także eksport netto i przyrost zapasów. Ograniczająco na PKB ponownie oddziaływały inwestycje – zmniejszyły się nakłady na inwestycje mieszkaniowe oraz na maszyny i urządzenia. Sytuacja na rynku pracy w strefie euro pozostawała korzystna, ze stopą bezrobocia w IV kw. 2024 r. na historycznie niskim poziomie 6,3%.

W Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB w III kw. 2024 r. wyniosła 2,7%, a w IV kw. ub.r. 2,5% r/r (wobec 3,0% w II kw. 2024 r.; Wykres 1.3)³. Dynamika PKB w II połowie 2024 r. była wspierana przez wzrost popytu wewnętrznego, w tym zwłaszcza konsumpcji prywatnej. Sprzyjała temu korzystna sytuacja na rynku pracy: zatrudnienie poza rolnictwem rosło w relatywnie wysokim tempie, a stopa bezrobocia nie podlegała istotnym zmianom i wyniosła w grudniu ub.r. 4,1%⁴. Jednocześnie dynamika płac nominalnych była nadal relatywnie wysoka.

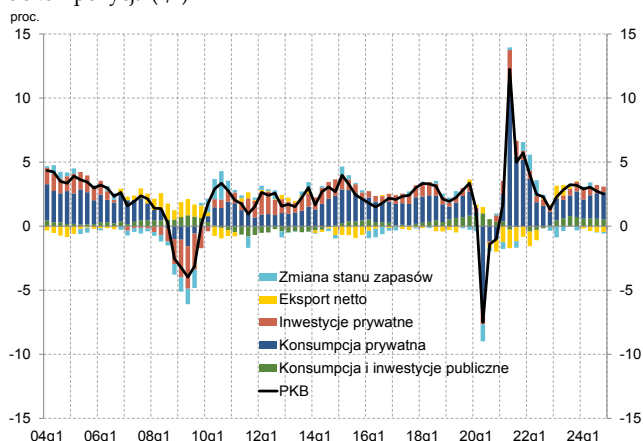
W Chinach dynamika PKB wzrosła do 5,4% r/r w IV kw. 2024 r. (z 4,6% r/r w III kw. ub.r. i 4,7% r/r w II kw. 2024 r.)⁵. Koniunktura w przemyśle nadal była korzystna, przy szybkim wzroście eksportu. Popyt gospodarstw domowych pozostawał natomiast osłabiony, w warunkach pesymistycznych nastrojów konsumentów. Wzrost aktywności ograniczała dekonjunktura na

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

² Dla IV kw. 2024 r. – dane wstępne. W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w strefie euro w III kw. 2024 r. przejściowo przyspieszyła do 0,4% kw/kw (wobec 0,2% kw/kw w II kw. 2024 r.), wsparta przez efekt Igrzysk Olimpijskich w Paryżu. W IV kw. 2024 r. dynamika PKB strefy euro spowolniła do 0,1% kw/kw.

³ W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych wzrósł w IV kw. 2024 r. o 2,3% kw/kw saar wobec wzrostu o 3,1% kw/kw saar w III kw. 2024 r. i 3,0% kw/kw saar w II kw. 2024 r.

⁴ W styczniu 2025 r. stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych wyniosła 4,0%.

⁵ W ujęciu kwartalnym PKB w Chinach wzrósł o 1,3% w III kw. 2024 r. i o 1,6% w IV kw. 2024 r. (wobec 0,9% w II kw.).

rynku nieruchomości – mimo sygnałów pewnej poprawy sytuacji na tym rynku.

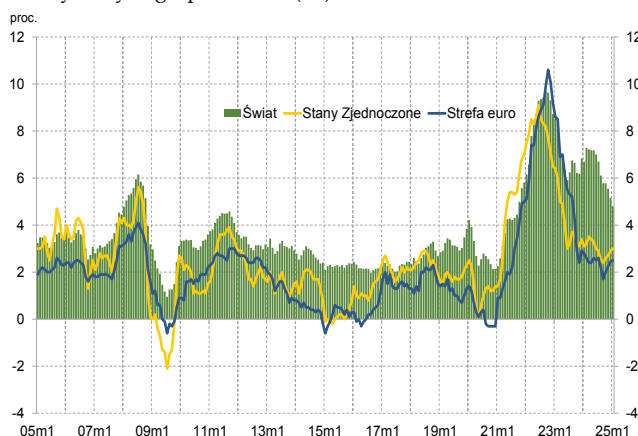
W II połowie 2024 r. dynamika aktywności w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro⁶ była niska. W III kw. ub.r. PKB w Czechach wzrósł o 1,4% r/r, natomiast na Węgrzech i w Rumunii obniżył się, odpowiednio o 0,7% r/r i 0,1% r/r⁷. W IV kw. ub.r. roczna dynamika PKB wzrosła do 1,6% w Czechach, do 0,2% na Węgrzech oraz do 0,7% w Rumunii⁸. Zgodnie z danymi o strukturze wzrostu w III kw. w stronę wyższego PKB we wszystkich trzech gospodarkach najsilniej oddziaływała konsumpcja prywatna, w warunkach niskiej stopy bezrobocia oraz podwyższonej dynamiki płac⁹. Wzrost PKB w regionie EŚW nadal ograniczała niska dynamika inwestycji m.in. wobec przejściowego spadku absorpcji środków z Polityki Spójności UE.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki oraz w Stanach Zjednoczonych wzrosła (Wykres 1.4). Jednocześnie w Chinach presja inflacyjna pozostawała niska¹⁰. Inflacja bazowa w wielu krajach pozostawała wyższa od inflacji ogółem, przy dynamice cen usług utrzymującej się na podwyższonym poziomie (Wykres 1.5). Z kolei dynamika cen towarów przemysłowych była wciąż niska w związku z osłabionym popytem i ograniczoną pozapłacową presją kosztową, widoczną w niskiej rocznej dynamice cen produkcji w przemyśle (Wykres 1.6).

W strefie euro inflacja HICP w styczniu 2025 r. wyniosła 2,5% r/r (wobec 1,7% r/r we wrześniu 2024 r.). Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach

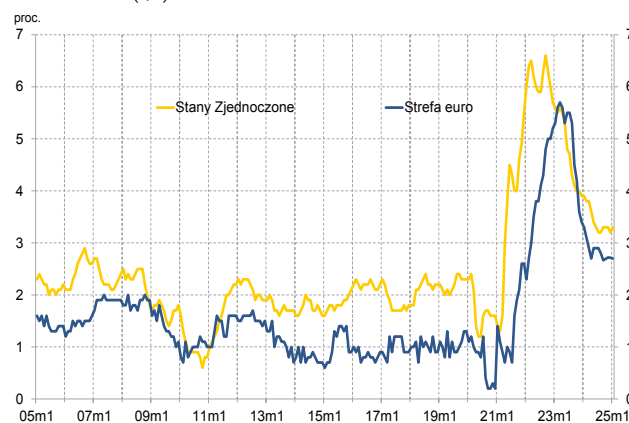
Wykres 1.4 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane LSEG Datastream, MFW, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

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

⁶ Analizowana grupa krajów obejmuje Czechy, Węgry i Rumunię.

⁷ W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w III kw. ub.r. wyniosła 0,5% w Czechach, -0,6% na Węgrzech i 0,1% w Rumunii.

⁸ W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w IV kw. ub.r. wyniosła 0,5% w Czechach i na Węgrzech oraz 0,8% w Rumunii.

⁹ W Czechach dynamikę PKB wspierały również istotnie spożycie zbiorowe i eksport netto. Z kolei na Węgrzech i w Rumunii wkład wymiany handlowej z zagranicą do dynamiki PKB był ujemny.

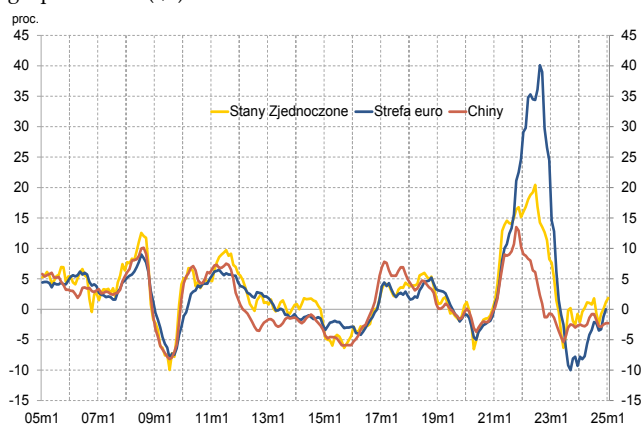
¹⁰ Spadek inflacji w części gospodarek wschodzących i rozwijających się (w szczególności w Argentynie, Turcji, Indiach i Nigerii) przyczynił się do spadku przeciętnej dynamiki cen konsumpcyjnych na świecie.

wynikał z wyższej dynamiki cen energii (1,9% r/r w styczniu br. wobec -6,1% r/r we wrześniu ub.r.). Dynamika cen żywności przejściowo wzrosła, ale w styczniu br. ukształtowała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego we wrześniu (2,3% r/r). Jednocześnie inflacja bazowa pozostała niezmienną od września 2024 r. (2,7% r/r), przy utrzymywaniu się dynamiki cen usług na podwyższonym poziomie (3,9% r/r w styczniu br.).

W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w styczniu 2025 r. wyniosła 3,0% r/r (wobec 2,4% r/r we wrześniu 2024 r.), co – podobnie jak w strefie euro – wynikało głównie ze wzrostu dynamiki cen energii w tym okresie¹¹. Inflacja bazowa CPI w styczniu 2025 r. wyniosła 3,3% r/r (podobnie jak we wrześniu 2024 r.). Jednocześnie dynamika cen usług obniżyła się w stosunku do września ub.r., choć pozostała podwyższona, zaś dynamika cen towarów wzrosła¹².

Także w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja HICP wzrosła od września 2024 r. W styczniu 2025 r. inflacja HICP wyniosła w Czechach 2,9% r/r (wobec 2,8% r/r we wrześniu), na Węgrzech 5,7% r/r (wobec 3,0% r/r we wrześniu), a w Rumunii 5,3% r/r (wobec 4,8% r/r we wrześniu; Wykres 1.7). W stronę wyższej dynamiki cen oddziaływała wyższa dynamika cen energii (na Węgrzech i w Rumunii) oraz żywności (w Czechach i na Węgrzech)¹³. Również inflacja bazowa HICP pozostawała podwyższona i wyniosła w styczniu 2025 r. 3,3% r/r w Czechach, 5,6% r/r na Węgrzech i 5,9% r/r w Rumunii, choć w Czechach i w Rumunii obniżyła się względem września ub.r. W szczególności wysoka pozostawała dynamika cen usług (w warunkach szybkiego wzrostu płac), a w

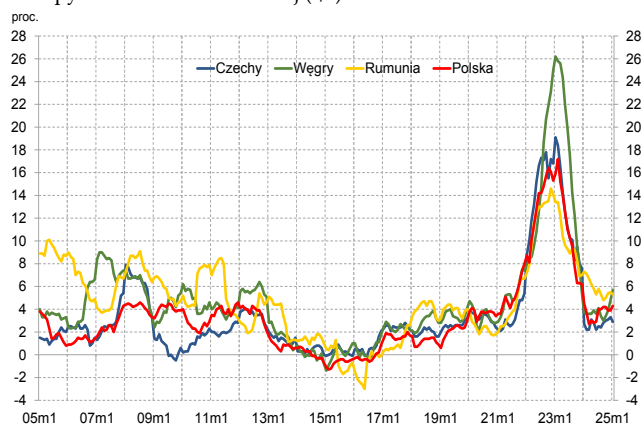
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen produkcji w wybranych gospodarkach (r/r)



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.

¹¹Z kolei inflacja PCE – do której odnosi się cel inflacyjny Rezerwy Federalnej – była niższa niż inflacja CPI i wyniosła 2,6% r/r w grudniu 2024 r. wobec 2,1% we wrześniu 2024 r.

¹²W styczniu 2025 r. dynamika cen usług wyniosła 4,3% r/r (wobec 4,7% r/r we wrześniu 2024 r.), natomiast dynamika cen towarów wyniosła -0,1% r/r (wobec -1,0% r/r).

¹³Inflacja CPI również wzrosła i w styczniu 2025 r. wyniosła w Czechach 2,8% r/r (wobec 2,6% r/r we wrześniu ub.r.), na Węgrzech 5,5% r/r (wobec 3,0% r/r), a w Rumunii 5,0% r/r (wobec 4,6% r/r).

Rumunii także dynamika cen towarów przemysłowych.

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców energetycznych i rolnych¹⁴ w lutym 2025 r. były wyższe niż rok wcześniej. Jednocześnie w przypadku obu grup towarowych ceny kształtowały się powyżej średnich poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19¹⁵, do czego przyczyniały się utrzymujące się ograniczenia podażowe na części rynków, w tym związane z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę, oraz napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie.

Średnia cena ropy naftowej Brent w lutym 2025 r. kształtowała się na zbliżonym poziomie co w październiku ub.r. i była o 8% niższa niż rok wcześniej (Wykres 1.8). Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku cen ropy były słaby popyt na paliwa (ze względu na wolniejsze od długookresowego tempo rozwoju gospodarki światowej) oraz wzrost wydobycia ropy w krajach nienależących do OPEC+. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływały napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie i towarzyszące im obawy o ciągłość dostaw z tego regionu, działania fiskalne Chin zmierzające do pobudzenia koniunktury w tym państwie oraz – przejściowo – zwiększony popyt na olej opałowy wobec niskich średnich temperatur na półkuli północnej. Czynnikiem hamującym spadek cen ropy było również dalsze stosowanie limitów produkcji przez OPEC+, utrzymywanie sankcji nałożonych na Rosję, a także wprowadzenie nowych ograniczeń na podmioty eksportujące ropę z Rosji, w tym na tankowce (tzw. flotę cieni).

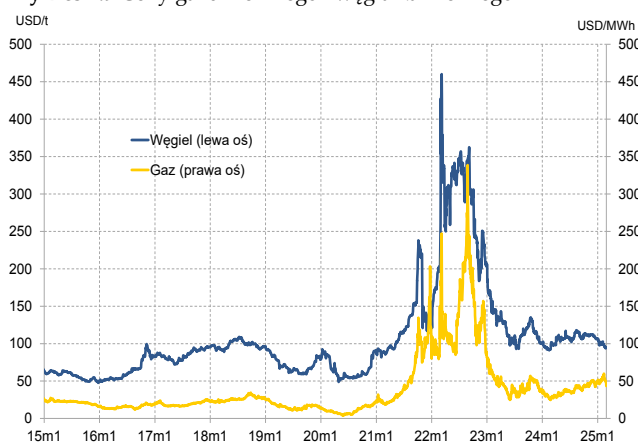
Ceny gazu ziemnego w lutym 2025 r. były o 21% wyższe niż w październiku 2024 r. i o 91% wyższe

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.

¹⁴ Średnie ceny surowców energetycznych oraz indeks cen surowców rolnych w lutym 2025 r. obliczono na podstawie danych do 26 lutego 2025 r.

¹⁵ Ceny ropy naftowej, gazu i węgla w lutym 2025 r. kształtowały się na poziomie odpowiednio o 30%, 168% i 29% wyższym od średnich poziomów z lat 2015-2019. Z kolei ceny surowców rolnych w lutym 2025 r. były o 41% wyższe od analogicznej średniej.

niż rok wcześniej (Wykres 1.9). Wzrost cen gazu ziemnego w ostatnich miesiącach był efektem obaw dotyczących podaży tego surowca związanych z planowanym wstrzymaniem jego dostaw z Rosji do Europy przez Ukrainę od stycznia 2025 r. (w związku z wygaśnięciem umowy na przesył gazu). Obawy te rosły zwłaszcza w warunkach wzrostu popytu na ciepło wskutek sezonowego obniżenia się temperatur, a także wystąpienia okresowych spadków produkcji z OZE w konsekwencji niskiego nasłonecznienia i wietrzności. Z kolei ceny węgla obniżyły się od października ub.r. o 13%, ale były o 4% wyższe niż przed rokiem. Spadkowi cen węgla sprzyjała dobra sytuacja podażowa.

Indeks cen surowców rolnych NBP w lutym br. kształtował się na zbliżonym poziomie co w październiku ub.r. oraz o 4% wyższym niż przed rokiem (Wykres 1.10). W ostatnich miesiącach wzrosły przede wszystkim ceny pszenicy (wskutek oczekiwanego silnego spadku produkcji w UE w sezonie 2024/25), ziemniaków (w wyniku wzrostu popytu) oraz kawy (w warunkach bardzo niskich zapasów i wyższej konsumpcji). Spadły natomiast głównie ceny wieprzowiny w związku z wprowadzeniem zakazu importu przez kilku głównych importerów spoza UE w reakcji na rozprzestrzenianie się chorób zwierzęcych w Niemczech.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W ostatnich miesiącach większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych obniżyła stopy procentowe lub utrzymywała je niezmiennie po wcześniejszych obniżkach (Wykres 1.11, Wykres 1.12).

Europejski Bank Centralny kontynuował obniżki stóp procentowych rozpoczęte w połowie 2024 r. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) w styczniu 2025 r. pozostawiła stopy procentowe niezmiennie – przedział dla stopy *fed funds* wynosi obecnie 4,25-

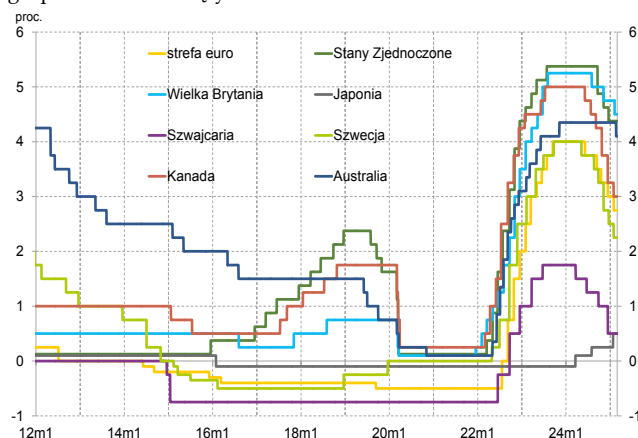
Wykres 1.10 Indeks cen surowców rolnych



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 mrozonego soku pomarańczowego. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

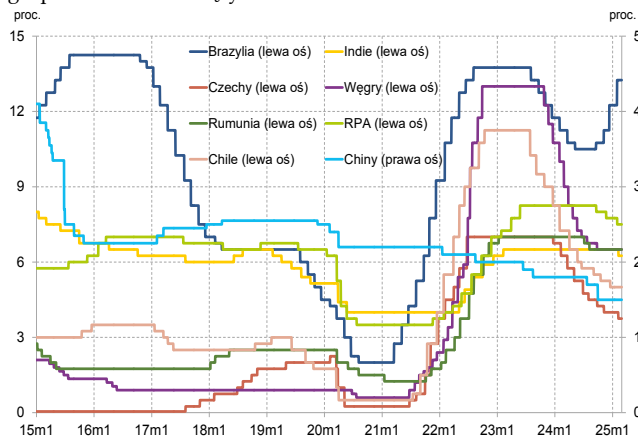
Wykres 1.11 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.12 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek wschodzących



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Brazylii – *Selic Rate*; dla Indii – stopa repo; dla Chin – stopa reverse repo 7D; dla Czech – stopa repo 2W; dla Rumunii – *Policy rate*; dla Węgier – *base rate*; dla RPA – stopa repo; dla Chile – *monetary policy interest rate*.

4,50%. Wcześniej, od września do grudnia 2024 r., Fed obniżył przedział dla stopy *fed funds* łącznie o 1,00 pkt proc.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* wiele banków centralnych pozostałych gospodarek rozwiniętych, w tym Australii, Kanady, Nowej Zelandii, Szwajcarii, Szwecji oraz Wielkiej Brytanii, obniżyło stopy procentowe. Natomiast Bank Norwegii utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a Bank Japonii ponownie podwyższył stopy procentowe.

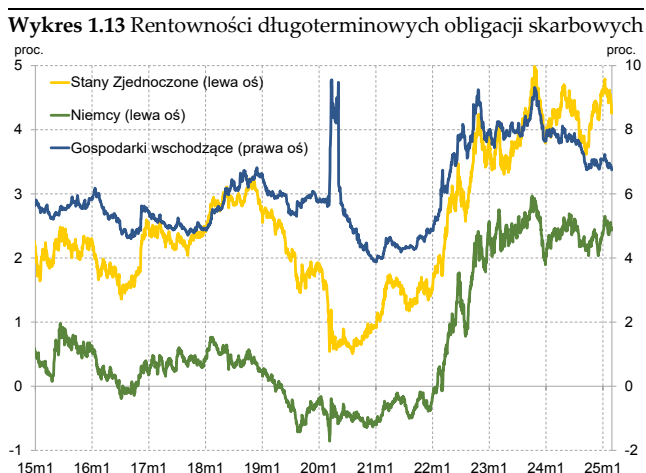
W regionie Europy Środkowo-Wschodniej przez kilka ostatnich miesięcy banki centralne Węgier i Rumunii utrzymywały niezmienione stopy procentowe, a Bank Czech w listopadzie 2024 r. i w lutym 2025 r. dokonał obniżek stóp procentowych.

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

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach niekorzystnie na nastroje na światowych rynkach finansowych oddziaływała niepewność dotycząca możliwych zmian polityki handlowej na świecie, a także ograniczenie oczekiwań rynkowych w zakresie skali obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Natomiast pozytywny wpływ na nastroje miała utrzymująca się dobra koniunktura w Stanach Zjednoczonych oraz stopniowe łagodzenie polityki pieniężnej w wielu gospodarkach (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

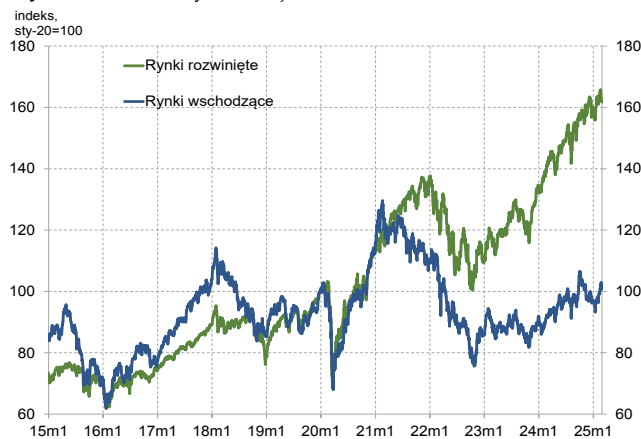
W tych uwarunkowaniach rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach rozwiniętych



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.

wzrosły, a w gospodarkach wschodzących kształtowały się na poziomie podobnym jak w październiku ub.r. (Wykres 1.13). Jednocześnie indeksy giełdowe w gospodarkach rozwiniętych wzrosły, zbliżając się do najwyższego poziomu w historii, natomiast w gospodarkach wschodzących obniżyły się (Wykres 1.14). Z kolei kurs dolara amerykańskiego umocnił się względem wielu walut (Wykres 1.15).

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



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

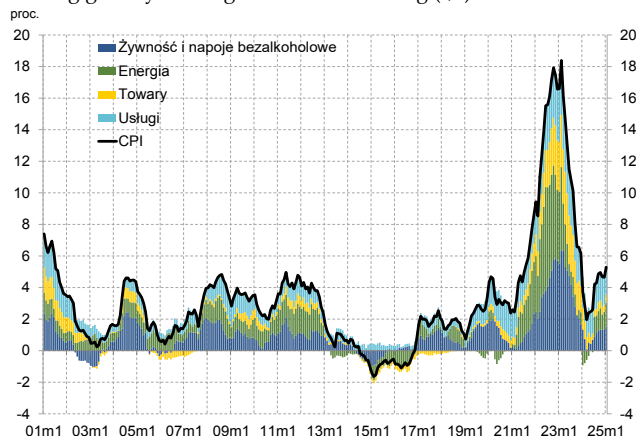
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Inflacja CPI od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* wzrosła i w styczniu 2025 r. – według wstępnych danych GUS – wyniosła 5,3% r/r (Wykres 2.1), wyraźnie przekraczając cel inflacyjny NBP. W ostatnich miesiącach wysoka była w szczególności roczna dynamika cen energii (Wykres 2.2), przede wszystkim w związku ze wzrostem cen energii elektrycznej i gazu ziemnego na skutek ich częściowego odmrożenia od lipca ub.r., a także z podwyższeniem taryf na dystrybucję gazu ziemnego od stycznia br. Jednocześnie na podwyższonym poziomie utrzymywał się wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, głównie ze względu na wysoką dynamikę cen usług w warunkach szybko rosnących wynagrodzeń. Istotny wkład do rocznej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach miały również rosnące w ujęciu rocznym ceny żywności i napojów bezalkoholowych, w tym w wyniku przywrócenia 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty spożywcze od kwietnia 2024 r. Z kolei tempo wzrostu cen towarów nieżywnościowych pozostało niskie, czemu sprzyjała niska pozapłacowa presja kosztowa odzwierciedlona we wciąż ujemnej rocznej dynamice cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w styczniu (według wstępnych danych GUS) wzrosła do 5,5% r/r (wobec 4,7% r/r we wrześniu ub.r.). Zgodnie z dostępnymi danymi, na przestrzeni IV kw. ub.r. rosła przede wszystkim roczna dynamika cen produktów nabiałowych (zwłaszcza jaj, wskutek niższej

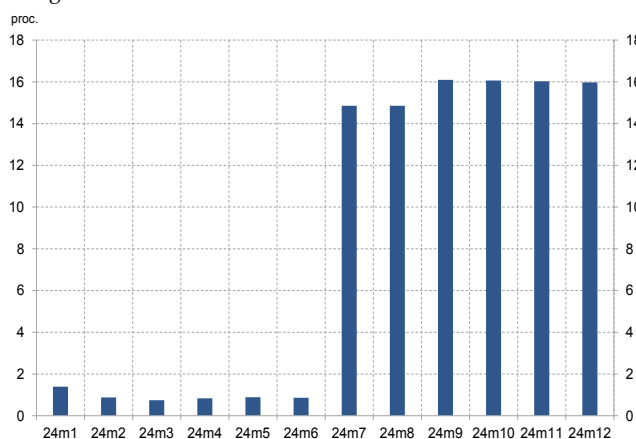
Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i jej struktura według głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja CPI w styczniu 2025 - wstępne dane GUS.

Wykres 2.2 Roczna dynamika cen administrowanych nośników energii w 2024 r.



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

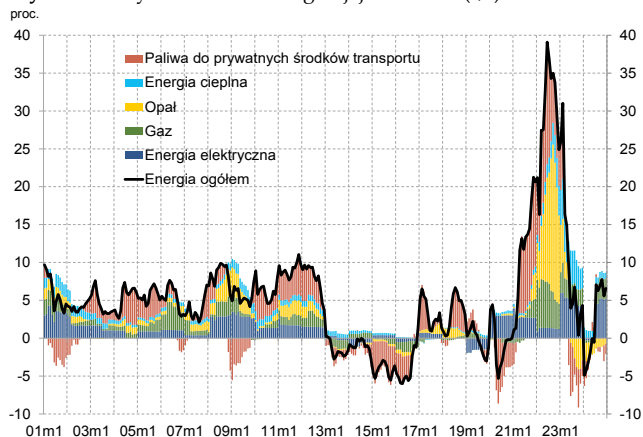
W skład administrowanych nośników energii wchodzi energia elektryczna, gaz i energia cieplna.

podaż) oraz olejów i tłuszczów (głównie masła w ślad za wzrostem cen na rynku międzynarodowym). Obniżyła się natomiast roczna dynamika cen warzyw i owoców w wyniku oddziaływania ujemnych efektów bazy.

Roczna dynamika cen energii w ostatnich miesiącach była wysoka, przede wszystkim w związku ze wzrostem cen energii elektrycznej i gazu ziemnego na skutek ich częściowego odmrożenia od lipca ub.r. W styczniu 2025 r. dynamika cen energii ponownie wzrosła, do 8,8% r/r (według wstępnych danych GUS), m.in. na skutek zatwierdzenia przez Prezesa URE nowych, wyższych taryf na dystrybucję gazu ziemnego (Wykres 2.3). W ostatnich miesiącach 2024 r. inflacja cen energii ogółem zmieniała się natomiast przede wszystkim pod wpływem wahań rocznej dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu, na co decydujący wpływ miały efekty bazy.

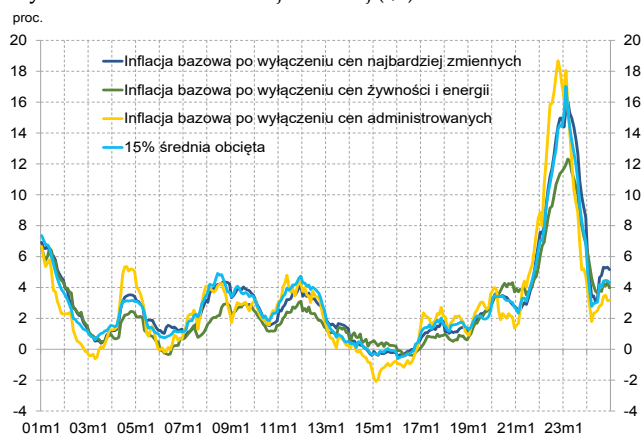
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała podwyższona i w grudniu 2024 r. wyniosła 4,0% (wobec 4,3% we wrześniu ub.r.; Wykres 2.4)¹⁶. Zmiany tego wskaźnika w ostatnich miesiącach wynikały głównie z czynników oddziałujących na ceny usług. W szczególności wzrost rocznej dynamiki cen usług w listopadzie do 7,2% (z 6,8% we wrześniu) w przeważającym stopniu wynikał z wyższej rocznej dynamiki cen usług internetowych i telefonii komórkowej. Natomiast spadek rocznej dynamiki cen usług w grudniu do 6,6% był przede wszystkim efektem niższej rocznej dynamiki cen biletów lotniczych oraz silnego spadku przeciętnych kosztów ponoszonych przez gospodarstwa domowe z tytułu opłat za pobyt dziecka w żłobku (efekt programu „Aktywnie w Żłobku”¹⁷).

Wykres 2.3 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁶ Pozostałe miary inflacji bazowej nieznacznie obniżyły się pod koniec ub.r. W grudniu 2024 r. inflacja po wyłączeniu cen administrowanych wyniosła 3,2% r/r (wobec 3,4% we wrześniu ub.r.), 15% średnia obciążona wyniosła 4,3% r/r (wobec 4,4%), a inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wyniosła 5,2% r/r (wobec 5,3%).

¹⁷ Świadczenia w ramach programu „Aktywnie w Żłobku” przysługują od 1 października 2024 r. Pierwsze wypłaty zrealizowano w listopadzie, a ich kumulacja przypadała na grudzień ub.r.

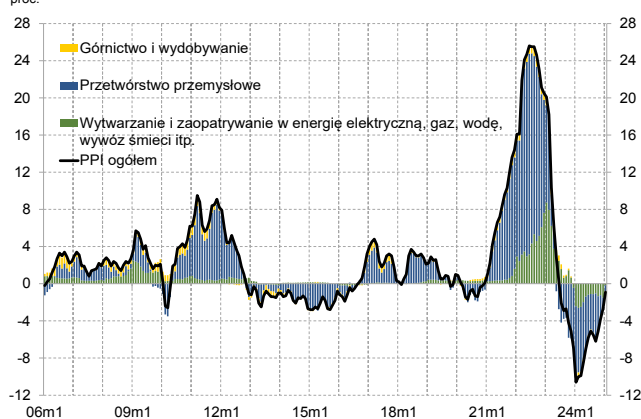
Z kolei roczna dynamika cen towarów nieżywnościowych od października 2024 r. była relatywnie stabilna i w grudniu ub.r. wyniosła 1,6%. Niska pozostała roczna dynamika cen towarów rynkowych (0,4%). Jednocześnie na wysokim poziomie kształtowała się roczna dynamika cen zaopatrywania w wodę (13,1%; efekt zatwierdzenia nowych, wyższych taryf) oraz wyrobów tytoniowych (9,2%; skutek wzrostu akcyzy na wyroby tytoniowe w 2024 r. oraz utrzymującej się w tym sektorze presji kosztowej).

W ostatnim okresie spowolnił spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym (do -0,9% r/r w styczniu br. z -6,2% r/r we wrześniu ub.r.; Wykres 2.5). Dynamika cen producenta wzrosła w zdecydowanej większości działów przemysłu, choć zazwyczaj ceny były nadal niższe niż rok wcześniej. W szczególności spadały ceny dóbr energetycznych i zaopatrzeniowych, co oddziaływało ograniczająco na dynamikę cen produkcji na dalszych etapach łańcucha tworzenia wartości. Na poziomie zbliżonym do odnotowanego przed rokiem ukształtowały się natomiast ceny dóbr konsumpcyjnych uwzględnianych w PPI.

W lutym br. statystyka bilansowa odzwierciedlająca ankietowe opinie konsumentów na temat przyszłych zmian cen ukształtowała się na poziomie nieznacznie niższym niż w październiku 2024 r., jednak wyższym niż w I połowie ub.r. (Wykres 2.6). Z kolei statystyka bilansowa oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw w IV kw. 2024 r. wzrosła, co sugeruje przesunięcie oczekiwań przedsiębiorstw w kierunku wyższej dynamiki cen.

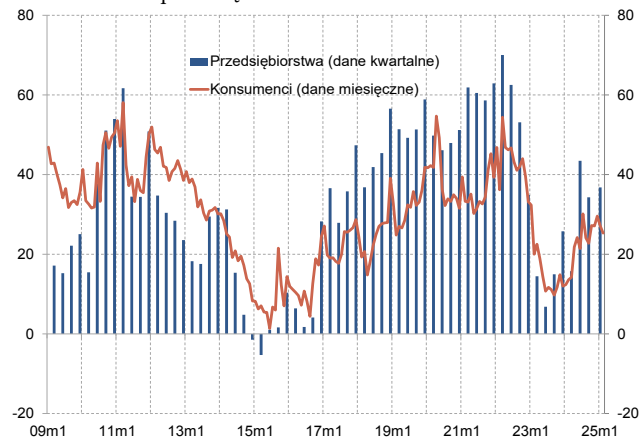
Zgodnie z wynikami Ankiety Makroekonomicznej z grudnia 2024 r. prognozy inflacji w horyzoncie 4 i 8 kwartałów nie zmieniły się względem września 2024 r. (Tabela 2.1). Z kolei wyniki ankiety Reuters z lutego 2025 r. wskazują na niewielki spadek prognoz inflacji formułowanych przez analityków rynkowych w tych horyzontach.

Wykres 2.5 Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.6 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.

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

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

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.

Uczestnicy obu ankiet przewidują spadek inflacji średniorocznej w 2026 r. względem br. (Wykres 2.7). Według najnowszych prognoz analityków rynkowych w 2027 r. osiągnie ona poziom 2,5%.

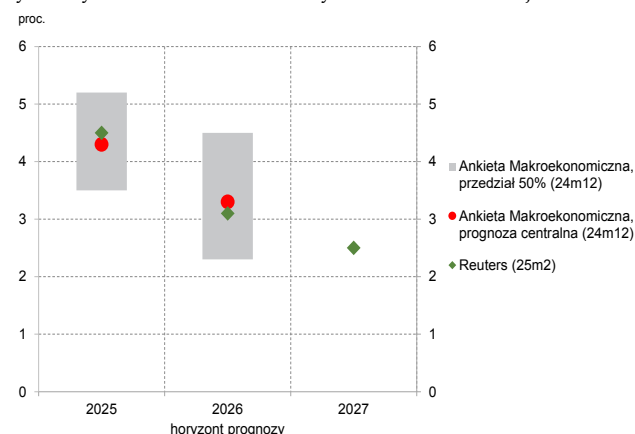
2.2 Popyt i produkcja

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS w całym 2024 r. PKB w Polsce wzrósł o 2,9%, wobec 0,1% w 2023 r. Do zwiększenia dynamiki aktywności gospodarczej w największym stopniu przyczyniło się ożywienie konsumpcji prywatnej (wzrost o 3,1% wobec spadku o 0,3% w 2023 r.) oraz odbudowa zapasów (wkład zmiany zapasów do wzrostu PKB w 2024 r. wyniósł 0,5 pkt proc., wobec -5,7 pkt proc. w 2023 r.). Zmiany dynamiki konsumpcji i wkładu zapasów miały w szczególności silny wpływ na kształtowanie się dynamiki PKB w II połowie ub.r., która – po pewnym spowolnieniu w III kw. (do 2,7% r/r) – w IV kw. 2024 r. przyspieszyła i wyniosła 3,2% r/r (Wykres 2.8).

Spżycie gospodarstw domowych w IV kw. 2024 r. – po przejściowym wyhamowaniu w III kw. – wyraźnie przyspieszyło (do 3,5% r/r z 0,3% r/r w III kw.; Wykres 2.9). Odbudowie konsumpcji w całym 2024 r. sprzyjał wzrost dochodów w warunkach rosnących wynagrodzeń oraz utrzymującego się wysokiego poziomu zatrudnienia (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*). Jednocześnie nastroje konsumentów nieznacznie obniżyły się w II połowie ub.r., lecz na początku 2025 r. znów nieco się poprawiły (Wykres 2.10).

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, nakłady brutto na środki trwałe w IV kw. ub.r. zwiększyły się o 1,3% r/r (wobec 0,1% r/r w III kw.), przy czym część kategorii inwestycji obniżyła się. W szczególności zakończenie wykorzystywania funduszy unijnych z poprzedniej perspektywy finansowej oddziaływało negatywnie na roczną dynamikę inwestycji samorządowych i kolejowych. Dodatkowo dynamikę inwestycji sektora finansów publicznych obniżał efekt bazy związany z kumulacją dostaw wojskowych w

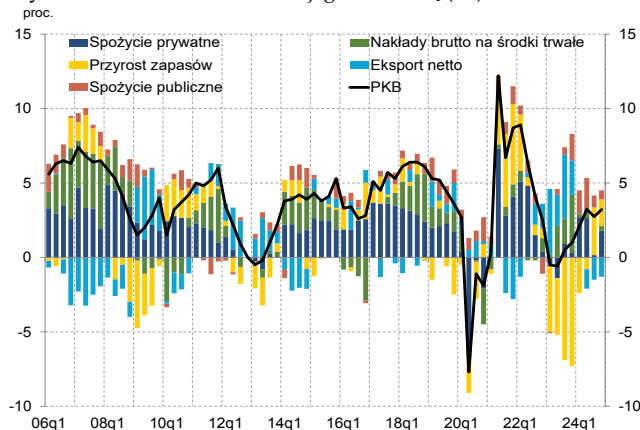
Wykres 2.7 Prognozy inflacji średniorocznej według analityków rynkowych i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP



Źródło: dane NBP i LSEG Datastream.

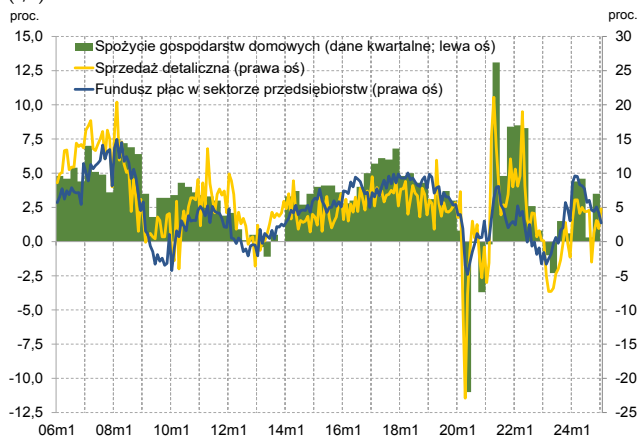
Czerwony punkt przedstawia medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP, a szary prostokąt – 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu (interpretowany jako przedział typowych scenariuszy uwzględnianych przez ekspertów). Zielony kwadrat przedstawia medianę punktowych prognoz ankietyowanych przez agencję Reuters. W legendzie wykresu podano datę przeprowadzania ankiety.

Wykres 2.8 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.9 Dynamika realna spżycia gospodarstw domowych, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

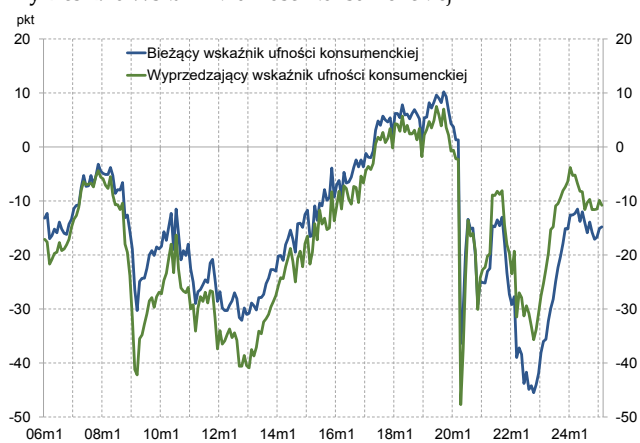
IV kw. 2023 r., podczas gdy w 2024 r. transport militariów był rozłożony bardziej równomiernie. Nieznacznie obniżyły się również inwestycje mieszkaniowe w ujęciu rocznym, m.in. wobec zakończenia programu „Bezpieczny Kredyt” na początku 2024 r. Natomiast zgodnie z badaniami ankietowymi NBP poprawił się deklarowany optymizm inwestycyjny przedsiębiorstw¹⁸.

Wkład eksportu netto do dynamiki PKB pozostał ujemny (w III kw. wyniósł -1,5 pkt proc., w IV kw. -1,3 pkt proc.), wobec kontynuacji wzrostu importu oraz utrzymującej się niskiej dynamiki eksportu. Importowi, szczególnie w IV kw. ub.r., sprzyjał relatywnie wysoki popyt krajowy, wspierany przez rosnące dochody ludności. Z kolei negatywnie na eksport oddziaływała słaba koniunktura u głównych partnerów handlowych Polski, w szczególności w Niemczech (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Potwierdzają to także dane o nominalnej wartości handlu towarami, które wskazują na zmniejszenie się wartości eksportu zwłaszcza do strefy euro, w tym do Niemiec, w warunkach słabego popytu w tych gospodarkach (Wykres 2.11).

Wzrost wartości dodanej brutto (WDB) w polskiej gospodarce w II połowie 2024 r. przyspieszył (do 2,3% r/r w III kw. oraz 2,1% r/r w IV kw.; Wykres 2.12). Względem I połowy ub.r. roczna dynamika WDB wzrosła przede wszystkim w przemyśle, a obniżyła się nieco w usługach.

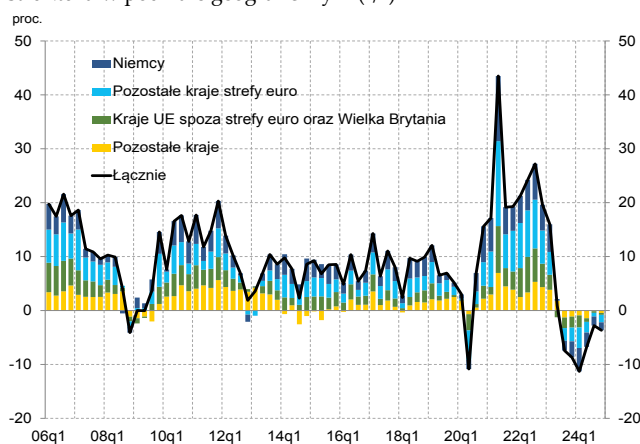
Napływające dane wskazują na kontynuację ożywienia aktywności gospodarczej na początku 2025 r. W styczniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 4,8% r/r (wobec 3,0% r/r w IV kw. ub.r.) w warunkach pewnej poprawy nastrojów konsumenckich i wciąż wyraźnie dodatniej dynamiki realnych płac. Wzrosła również dynamika produkcji budowlano-montażowej (do 4,3% r/r w styczniu br. wobec -8,9%¹⁹ r/r w IV kw. ub.r.), natomiast dynamika aktywności w

Wykres 2.10 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

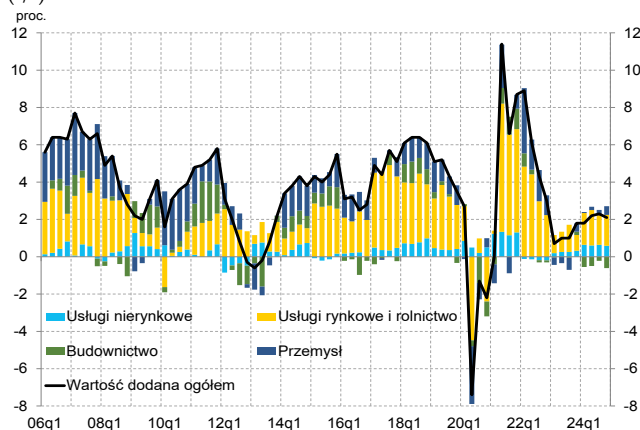
Wykres 2.11 Dynamika nominalnej wartości eksportu oraz jej struktura w podziale geograficznym (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Nominalna dynamika polskiego eksportu towarów w złotych.

Wykres 2.12 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁸ Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2025 r.

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

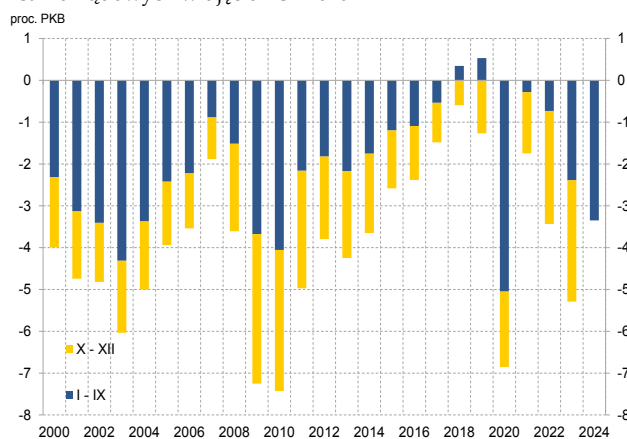
przemysłu pozostała ograniczona (-1,0% r/r wobec 0,5% r/r w IV kw. ub.r.).

2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w pierwszych trzech kwartałach 2024 r. wyniósł 121,2 mld zł (3,4% PKB), wobec deficytu 81,3 mld zł (2,4% PKB) w tym samym okresie 2023 r. (Wykres 2.13)²⁰. Wzrost deficytu był efektem przede wszystkim wysokiego tempa wzrostu wydatków publicznych (o 13,1% r/r) w wielu kategoriach. Najsilniejszy wzrost dotyczył kosztów pracy (o 20,8%), w związku z podwyżkami wynagrodzeń nauczycieli i pracowników państwowej sfery budżetowej, oraz zwiększenia wydatków na świadczenia społeczne pieniężne (o 15,4% r/r), które było głównie efektem podniesienia wysokości świadczenia wychowawczego z 500 zł do 800 zł. Znaczący udział w ogólnym zwiększeniu wydatków miały także inwestycje publiczne (wzrost o 20,5% r/r), w tym prawdopodobnie z tytułu dostaw sprzętu wojskowego, oraz wydatki związane z obsługą zadłużenia (wzrost o 17,3% r/r).

Według danych Ministerstwa Finansów w 2024 r. w budżecie państwa odnotowano deficyt w wysokości 210,9 mld zł (5,8% PKB; Wykres 2.14), wobec limitu deficytu wynoszącego 240,3 mld zł w znowelizowanej *Ustawie budżetowej na rok 2024*. W 2023 r. deficyt wyniósł 85,6 mld zł (2,5% PKB). Pogorszenie wyniku było związane z wysokim wzrostem wydatków budżetu państwa (o 26,5% r/r), przy relatywnie niskiej dynamice dochodów podatkowych (wzrost o 9,8% r/r wobec planowanych w *Ustawie budżetowej* 19,1%). W omawianym okresie dochody z VAT wzrosły o 17,7% r/r (wobec zakładanego wzrostu o 29,5%), natomiast dochody z CIT obniżyły się o 10,6% r/r (wobec zakładanego wzrostu o 3,2%). Wpływy budżetowe z PIT w 2024 r. były wyższe o 6,9% r/r,

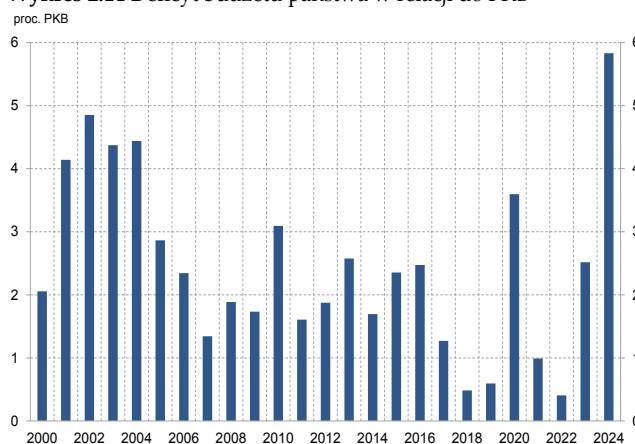
Wykres 2.13 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

Wynik sektora za poszczególne podokresy odniesiony do rocznego PKB.

Wykres 2.14 Deficyt budżetu państwa w relacji do PKB



Źródło: dane MF, GUS, obliczenia NBP.

²⁰ Wynik sektora w pierwszych trzech kwartałach 2024 r. odniesiony do PKB za 2024 r. na podstawie jesiennej notyfikacji fiskalnej, dane nieodsezonowane.

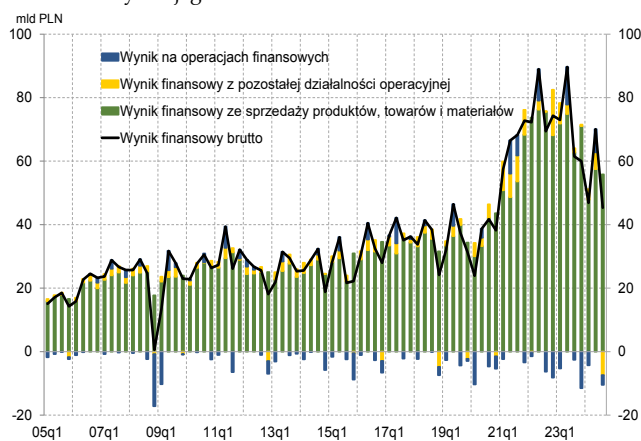
przy czym w kierunku ich obniżenia istotnie oddziaływało przekazanie dodatkowych środków dla jednostek samorządu terytorialnego w formie jednorazowo zwiększonych udziałów w PIT w grudniu 2024 r. (8,2 mld zł). Łączne dochody budżetu państwa oraz samorządów z PIT były w 2024 r. o 24,6% wyższe r/r. Z kolei wydatki budżetu państwa wzrosły w szczególności za sprawą wyższej subwencji ogólnej dla jednostek samorządu terytorialnego (o 18,9% r/r; przede wszystkim na podwyżki wynagrodzeń nauczycieli), zwiększenia płac w państwowej sferze budżetowej o 20%, wyższych kosztów programu „Rodzina 800+” (wzrost o 58,8% r/r), a także przeniesienia od 2024 r. finansowania tzw. 13-tych i 14-tych emerytur z Funduszu Solidarnościowego do budżetu.

Dług sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 na koniec trzeciego kwartału 2024 r. wyniósł 53,5% PKB (od końca 2023 r. wzrósł o 205,8 mld zł). Zgodnie z szacunkiem zawartym w uzasadnieniu do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2025* na koniec 2024 r. dług sektora finansów publicznych miał wynieść 54,6% PKB, wobec 49,6% PKB na koniec 2023 r.

2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W III kw. 2024 r. sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw niefinansowych²¹ pogorszyła się w stosunku do poprzedniego kwartału. Dynamika zagregowanego wyniku finansowego brutto obniżyła się do -26,2% r/r (z -21,9% r/r w II kw. 2024 r.; Wykres 2.15)²², na co wpłynęło pogorszenie wyniku z pozostałej działalności operacyjnej spowodowane głównie stratami z tytułu aktualizacji wartości aktywów niefinansowych. Jednocześnie, choć wynik ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów

Wykres 2.15 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 Dane przedstawione w rozdziale dotyczą podmiotów objętych sprawozdaniem GUS F-01, w których liczba pracujących wynosi 50 lub więcej osób.

²² W III kw. 2024 r. wynik finansowy brutto wyniósł 45,4 mld zł wobec 70,0 mld zł w II kw. 2024 r. i 61,5 mld zł w III kw. 2023 r.

ponownie obniżył się w ujęciu rocznym, to jego dynamika poprawiła się (do -11,0% r/r z -23,2% r/r w II kw.)²³.

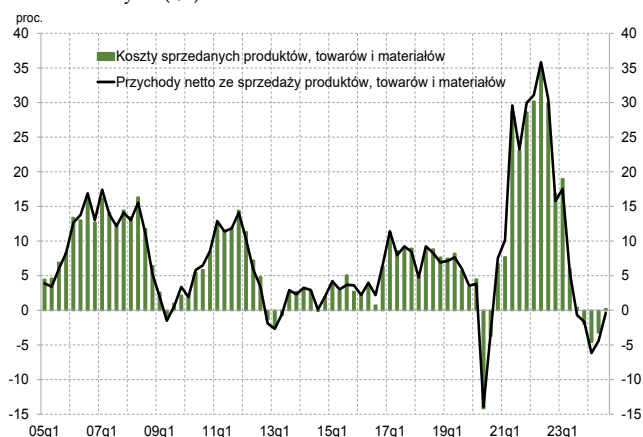
Do złagodzenia spadku wyniku finansowego ze sprzedaży w III kw. 2024 r. przyczyniła się poprawa relacji między dynamiką przychodów z działalności operacyjnej a dynamiką odpowiadających im kosztów (Wykres 2.16). Dynamika kosztów była przy tym nadal wyższa niż przychodów²⁴, głównie wskutek znacznego wzrostu kosztów pracy (10,3% r/r) oraz kosztów usług obcych (7,8% r/r). Dynamikę kosztów obniżały natomiast malejące koszty surowców i materiałów wykorzystywanych do produkcji (-5,6% r/r), towarów zakupionych do dalszej odsprzedaży (-2,9% r/r), jak również zużytej energii (-16,4% r/r).

Rentowność sektora przedsiębiorstw w III kw. 2024 r. była niższa niż rok wcześniej (Tabela 2.2). Jednocześnie, o ile rentowność sprzedaży obniżyła się jedynie nieznacznie względem poprzedniego kwartału (4,6% wobec 4,8%), o tyle rentowność obrotu netto była wyraźnie niższa niż w II kw. ub.r. (2,8% wobec 4,8%). Pogorszenie rentowności obrotu netto wystąpiło w większości sekcji gospodarki, w szczególności w górnictwie. Nieznacznym zmianom uległy natomiast odsetki firm rentownych oraz firm o rentowności powyżej 5%.

Mimo niższego niż przed rokiem wyniku finansowego, w III kw. 2024 r. płynność sektora przedsiębiorstw w większości sekcji gospodarki pozostała wysoka. Zarówno wskaźniki płynności, jak i udział przedsiębiorstw z bezpiecznym poziomem płynności kształtowały się powyżej długookresowych średnich.

Wyniki badań ankietowych NBP²⁵ wskazują, że w IV kw. ub.r. kondycja ekonomiczna

Wykres 2.16 Dynamika przychodów netto ze sprzedaży i kosztów związanych ze sprzedażą w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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

	średnia			2023				2024			
	2010-2019	w 2020	w 2021	w 2022	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	4,8	5,8	6,1	5,5	5,9	5,1	5,4	3,9	4,8	4,6
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	3,7	5,7	5,0	4,4	5,7	4,0	3,2	2,8	4,8	2,8
Odsetek firm rentownych	66,1	65,3	68,1	68,0	69,1	68,9	68,2	66,3	64,1	66,0	66,2
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	35,3	39,4	42,6	41,4	42,2	41,9	42,7	42,1	36,7	39,0	38,9
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	36,3	42,1	43,9	40,6	37,5	37,3	38,7	39,7	42,0	41,2	42,1
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	1,0	1,7	1,7	1,5	1,9	1,2	1,0	0,9	1,5	0,9
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	2,3	2,1	3,7	3,8	3,3	4,1	2,7	2,3	1,8	3,1	1,8
Udział zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	15,5	14,5	14,3	14,1	14,2	13,8	13,4	13,9	13,8	13,8

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). Udział firm rentownych oraz firm o rentowności powyżej 5% - dane odsezonowane. Dla udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej podano średnią obejmującą lata 2015-2019.

²³ W kierunku poprawy wyniku finansowego brutto oddziaływało również ograniczenie skali spadku wyniku na operacjach finansowych, których saldo było jednak ujemne.

²⁴ Koszty działalności operacyjnej wzrosły w III kw. ub.r. o 0,2% r/r.

²⁵ Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, styczeń 2025 r.

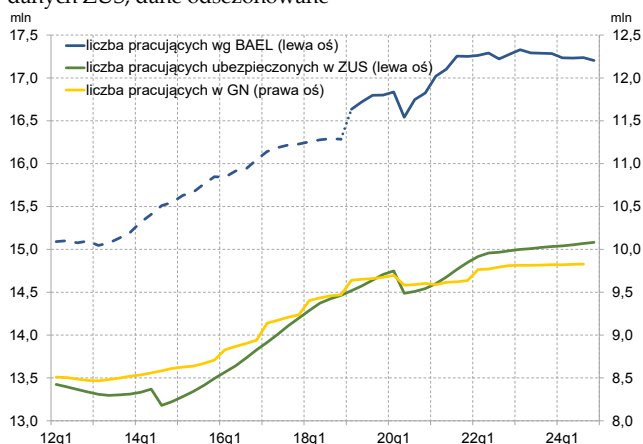
przedsiębiorstw – na tle ocen historycznych – była nadal osłabiona. Nieznacznie zmniejszył się przy tym optymizm przedsiębiorstw w zakresie jej poprawy zarówno w perspektywie kwartału, jak i roku.

2.5 Rynek pracy

W II połowie 2024 r. sytuacja na rynku pracy pozostawała dobra. Utrzymywała się niska stopa bezrobocia i wysoka liczba pracujących, choć część wskaźników dotyczących zatrudnienia sygnalizowała jego spadek. Jednocześnie płace nadal szybko rosły.

Dane dotyczące zatrudnienia w II połowie 2024 r. wskazywały na różnokierunkowe, niewielkie zmiany. Dane ZUS sugerowały kontynuację wzrostu liczby pracujących w ujęciu rocznym (o 0,3% r/r zarówno w III kw., jak i w IV kw. 2024 r., Wykres 2.17), jednak przy spadającym zatrudnieniu w ramach umowy o pracę²⁶. Natomiast zgodnie z danymi GUS za III kw. 2024 r. liczba pracujących w gospodarce narodowej (GN) wzrosła o 0,1% r/r. Według BAEL liczba pracujących w III kw. ub.r. nie zmieniła się w ujęciu rocznym, a w IV kw. 2024 r. obniżyła się o 0,4% r/r. Z kolei dane GUS o sektorze przedsiębiorstw (SP) wskazują na spadek liczby pracujących o 0,4% r/r w III kw. i IV kw. 2024 r. (Wykres 2.18)²⁷. Jednocześnie liczba ofert pracy sugerowała utrzymanie się relatywnie niskiego popytu firm na nowych pracowników²⁸, a według wyników Szybkiego Monitoringu NBP krótkookresowe perspektywy zatrudnienia w przedsiębiorstwach nieznacznie się pogorszyły²⁹.

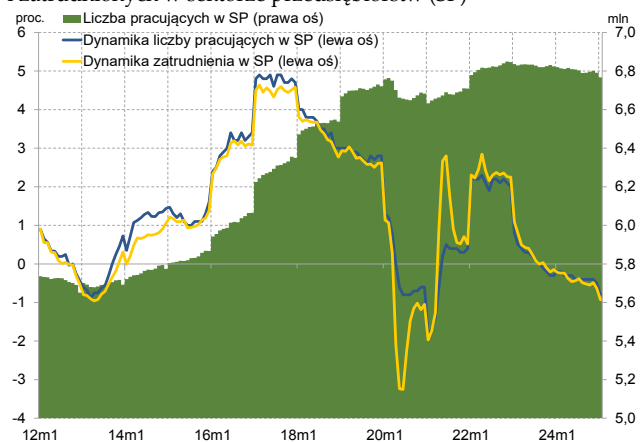
Wykres 2.17 Liczba pracujących według BAEL, według danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN) oraz według danych ZUS, dane odsezonowane



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 cywilno-prawne, samozatrudnionych oraz pracujących, którzy są ubezpieczeni z innego tytułu (m.in. pracownicy służb mundurowych i duchowni). Liczba pracujących w GN w przeciwieństwie do danych BAEL dotyczy podmiotów o liczbie pracujących powyżej 9 osób oraz nie uwzględnia m.in.: (1) rolnictwa indywidualnego, (2) zatrudnienia w szarej strefie, (3) zatrudnienia w oparciu o umowy cywilnoprawne. Ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r., dane od I kw. 2012 r. do IV kw. 2020 r. zostały przeliczone w celu uspoźnienia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu badania, dane dotyczące liczby pracujących wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi. Dodatkowo, 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. (linia przerywana) nie jest porównywalny z okresem późniejszym (linia ciągła).

Wykres 2.18 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Sektor przedsiębiorstw (SP) to firmy zatrudniające 10 lub więcej pracowników, które prowadząc działalność zaklasyfikowaną do wybranych sekcji PKD.

Liczba pracujących w SP, w przeciwieństwie do statystyk zatrudnienia, nie jest wyrażana w przeliczeniu na pełne etaty oraz obejmuje pracowników przebywających na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych lub macierzyńskich.

²⁶ W IV kw. 2024 r. liczba pracujących w ramach umowy o pracę obniżyła się o 0,6% r/r, przy relatywnie szybkim wzroście liczby osób zatrudnionych w oparciu o umowy cywilnoprawne (o 4,7% r/r), jak również samozatrudnionych (o 2,3% r/r). Jednocześnie w ujęciu kwartalnym całkowita liczba osób pracujących ubezpieczonych w ZUS w IV kw. 2024 r. obniżyła się o 0,1%, zaś liczba zatrudnionych na umowę o pracę o 0,3% (dane odsezonowane). Kwartalne dane o liczbie pracujących według ZUS oraz w SP to dane uśrednione dla danego kwartału na podstawie danych miesięcznych. Z kolei w styczniu 2025 r. liczba pracujących według ZUS również wzrosła o 0,3% r/r.

²⁷ W styczniu 2025 r. liczba pracujących w SP obniżyła się o 0,8% r/r.

²⁸ Liczba ofert pracy zgłoszonych do powiatowych urzędów pracy na koniec stycznia 2025 r. obniżyła się o 8,0% r/r.

²⁹ Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, styczeń 2025 r.

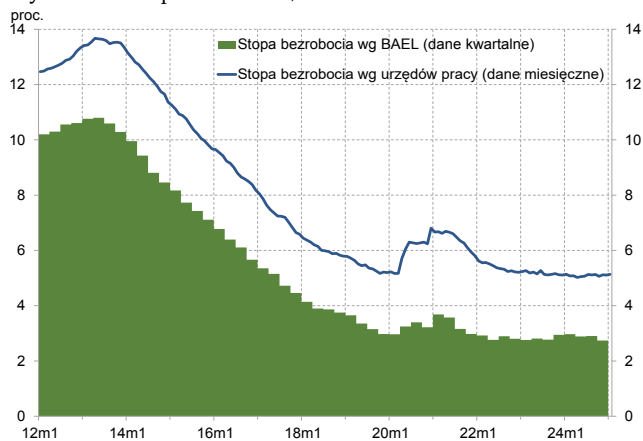
Stopa bezrobocia nadal kształtowała się na bardzo niskim poziomie (Wykres 2.19). Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu 2025 r. wyniosła 5,1%, zaś stopa bezrobocia według BAEL w IV kw. 2024 r. wyniosła 2,7% (dane odsezonowane).

Roczna dynamika wynagrodzeń w II połowie 2024 r. pozostała wysoka, choć nieco obniżyła się względem I połowy ub.r. Przeciętne wynagrodzenie w GN wzrosło o 13,4% w III kw. 2024 r. oraz o 12,4% r/r w IV kw. ub.r. (Wykres 2.20), a w SP o 10,8% w III kw. 2024 r. i o 10,1% r/r w IV kw. ub.r.³⁰. Wolniejszy wzrost płac w gospodarce w IV kw. wynikał przy tym nie tylko ze spadku dynamiki wynagrodzeń w SP, ale także poza nim. W II połowie 2024 r. obniżyła się również dynamika przeciętnego wynagrodzenia w ujęciu realnym – w GN do 8,6% w III kw. 2024 r. oraz 7,5% r/r w IV kw. ub.r., a w SP do 6,1% w III kw. 2024 r. i do 5,3% r/r w IV kw. ub.r. – choć wciąż była ona wysoka na tle historycznym. Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP³¹ sugerują nieznaczny wzrost odsetka firm planujących podniesienie wynagrodzeń w I kw. br. (co może być związane ze wzrostem płacy minimalnej od początku 2025 r.), przy nieco niższej przeciętnej wysokości planowanych podwyżek.

Także dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyła się, przy czym pozostała wysoka i w IV kw. ub.r. wyniosła 8,5% r/r (wobec 10,5% r/r w III kw. ub.r.). Obniżeniu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w IV kw. 2024 r. sprzyjało niższe tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń oraz nieznaczne przyspieszenie wzrostu wydajności pracy³².

Zgodnie z danymi ZUS na koniec grudnia 2024 r. ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce objętych było niemal 1,2 mln cudzoziemców (wzrost o 5,8% r/r)³³. Spośród nich

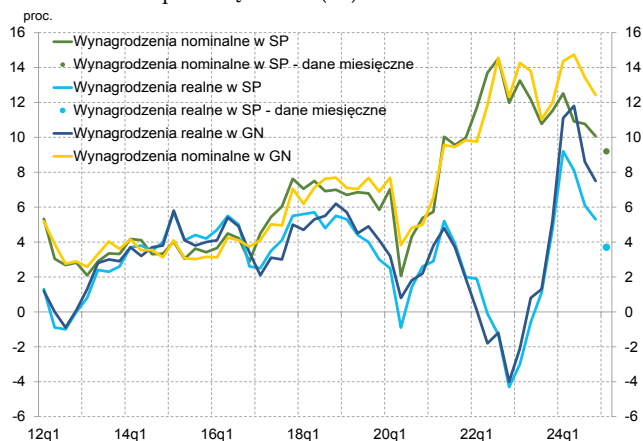
Wykres 2.19 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych (rejestrów urzędowych), a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego (reprezentatywnej próby respondentów). Ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r., dane od I kw. 2012 r. do IV kw. 2020 r. zostały przeliczone w celu uspoźnienia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu badania, dane dotyczące stopy bezrobocia wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi. Dane dotyczące stopy bezrobocia rejestrowanego od grudnia 2020 r. podawane są z uwzględnieniem liczby pracujących w rolnictwie oszacowanej na podstawie Powszechnego Spisu Rolnego z 2020 r. i nie są w pełni porównywalne z wcześniejszymi okresami. Uwzględnienie Narodowego Spisu Powszechnego z 2021 r. w danych o stopie bezrobocia BAEL – patrz uwaga do wykresu dotyczącego liczby pracujących według BAEL.

Wykres 2.20 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 10 lub więcej. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD. Wykres przedstawia dane kwartalne (linie) oraz dane miesięczne za styczeń 2025 r. (kropki).

³⁰ W styczniu 2025 r. dynamika przeciętnego wynagrodzenia nominalnego w SP wyniosła 9,2% r/r.

³¹ Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, styczeń 2025 r.

³² Wzrost dynamiki wydajności pracy w IV kw. ub.r. wynikał z szybszego wzrostu PKB w ujęciu rocznym, przy niższej niż w III kw. ub.r. dynamice liczby pracujących według BAEL.

³³ Po wyłączeniu cudzoziemców dynamika liczby pracujących według ZUS w grudniu ub.r. wyniosła -0,2% r/r.

787 tys. posiadało obywatelstwo ukraińskie (z czego 255 tys. stanowili ubezpieczeni w ZUS uchodźcy), a 135 tys. miało obywatelstwo białoruskie³⁴.

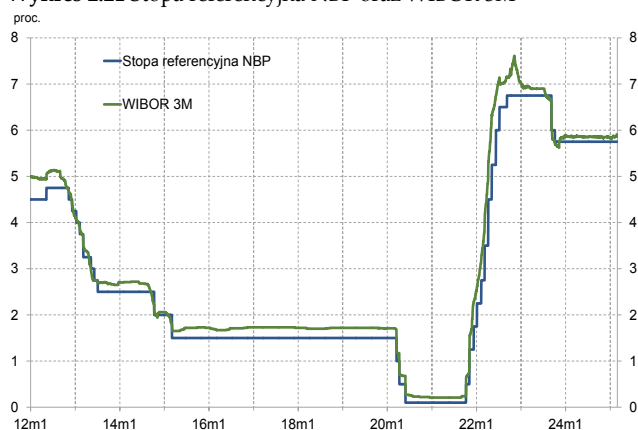
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów

W ostatnich miesiącach na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływ miały nastroje na światowych rynkach finansowych, kształtowane m.in. przez oczekiwania rynkowe w zakresie stóp procentowych głównych banków centralnych oraz niepewność związaną z możliwymi zmianami polityki handlowej na świecie (Wykres 2.21; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*).

W tych uwarunkowaniach rentowności polskich obligacji skarbowych – podobnie jak rentowności obligacji w głównych gospodarkach rozwiniętych – wzrosły (Wykres 2.22). Z kolei kurs złotego umocnił się względem euro (w lutym br. złoty był średnio o ponad 3% silniejszy wobec euro niż przed rokiem). Natomiast względem dolara amerykańskiego – pomimo aprecjacji dolara na światowych rynkach – kurs złotego kształtował się na podobnym poziomie jak rok wcześniej (Wykres 2.23).

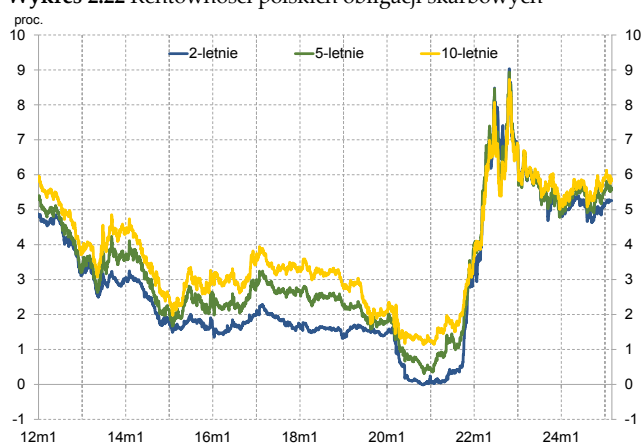
Według danych NBP³⁵ roczna dynamika średnich nominalnych cen transakcyjnych mieszkań w IV kw. 2024 r. obniżyła się i wyniosła 12,4%³⁶ (wobec 17,5% w III kw. 2024 r.; Wykres 2.24)³⁷. W kierunku wyższych niż rok wcześniej cen nieruchomości oddziaływała nadal ograniczona – pomimo wzrostu – podaż mieszkań oraz pewien wzrost kosztów związanych z ich budową, w tym cen ziemi. Ograniczeniu wzrostu cen mieszkań

Wykres 2.21 Stopa referencyjna NBP oraz WIBOR 3M



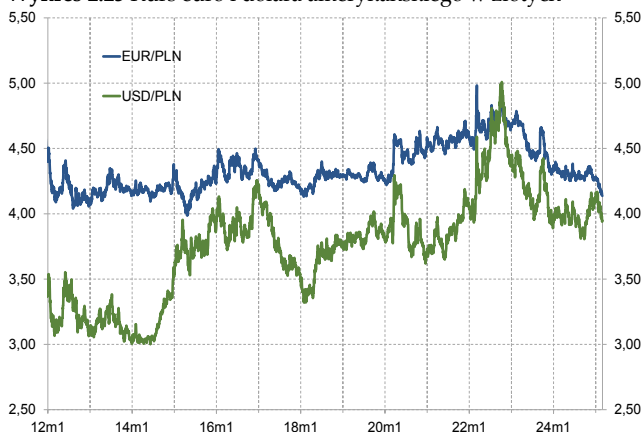
Źródło: dane NBP, Bloomberg.

Wykres 2.22 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.23 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

³⁴ Szacunek liczby pracujących uchodźców z Ukrainy ubezpieczonych w ZUS obejmuje osoby, które w zgłoszeniu do ubezpieczeń emerytalnego i rentowego podały obywatelstwo ukraińskie oraz otrzymały numer PESEL UKR. Liczba ta nie uwzględnia osób pracujących, ale niepodlegających obowiązkowi ubezpieczeniowemu, np. uczniów i studentów do 26 roku życia zatrudnionych na umowę zlecenie czy osób pracujących w szarej strefie.

³⁵ Omawiane dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do IV kw. 2024 r. obejmują transakcje zawarte w okresie wrzesień – listopad 2024 r.

³⁶ Dane te 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 IV kw. 2024 r. -0,1% kw/kw (wobec 1,7% kw/kw w III kw. 2024 r.).

³⁷ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce.

sprzyjał natomiast m.in. brak programów zwiększających popyt mieszkaniowy.

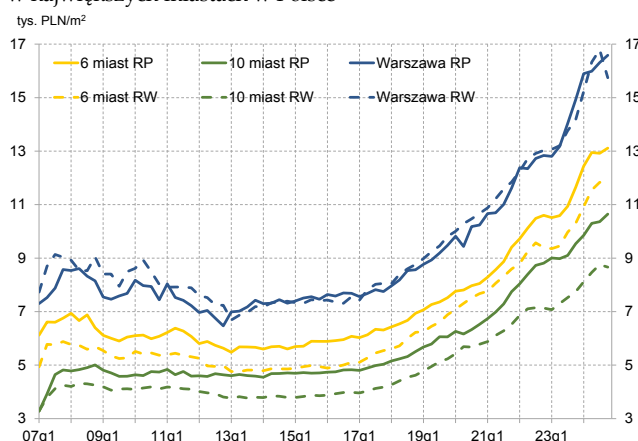
2.7 Pieniądz i kredyt³⁸

Dynamika agregatu M3 w IV kw. 2024 r. przyspieszyła do 8,7% r/r (wobec 8,2% r/r w III kw. 2024 r.; Wykres 2.25)³⁹. Do wzrostu agregatu M3 w największym stopniu przyczynił się przyrost depozytów gospodarstw domowych, przy mniejszej kontrybucji gotówki w obiegu⁴⁰.

Zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych po raz kolejny się zwiększyło, chociaż tempo wzrostu było nieco wolniejsze niż III kw. 2024 r. (4,3% r/r w IV kw. w porównaniu z 4,8% r/r w III kw.; Wykres 2.26). W szczególności roczna dynamika kredytów mieszkaniowych w IV kw. 2024 r. zmniejszyła się do 4,5% r/r (z 5,2% r/r w III kw. 2024 r.), co było związane m.in. z zakończeniem w poprzednich kwartałach udzielania kredytów w ramach programu „Bezpieczny Kredyt”⁴¹. Ograniczająco na dynamikę kredytów mieszkaniowych wpływało także zmniejszanie się stanu kredytów walutowych, w tym w wyniku zawierania ugód z klientami, skutkujących przewalutowaniem kredytu na złote i umorzeniem jego części. Natomiast w IV kw. 2024 r. przyspieszył wzrost zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych (do 7,1% r/r, wobec 6,9% r/r w III kw.), czemu sprzyjała poprawa dynamiki popytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*).

W IV kw. 2024 r. wzrost zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw niefinansowych wyniósł 4,9% r/r

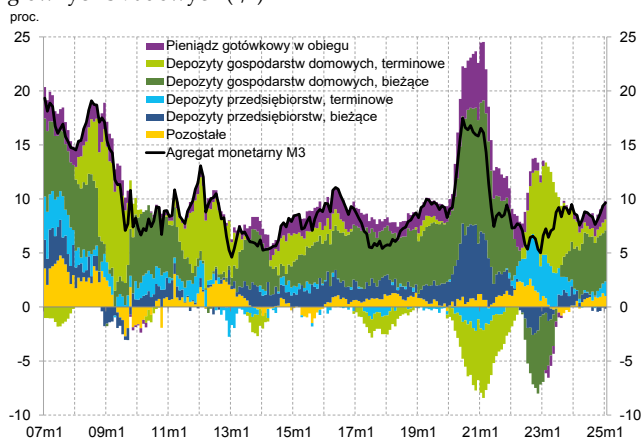
Wykres 2.24 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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 obejmując: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, zaś dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

Wykres 2.25 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).

³⁸ W tekście rozdziału przytaczana dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako nominalna dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

³⁹ W styczniu 2025 r. dynamika agregatu M3 wyniosła 9,6% r/r.

⁴⁰ W IV kw. 2024 r. dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 10,7% r/r, depozytów przedsiębiorstw 2,2% r/r, a gotówki w obiegu 9,5% r/r. Z kolei w styczniu 2025 r. dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 10,7% r/r, depozytów przedsiębiorstw 5,6% r/r, a gotówki w obiegu 10,6% r/r.

⁴¹ Według danych z informacji prasowych BIK SA wartość nowych kredytów mieszkaniowych w IV kw. 2024 r. spadła o ok. 27% w porównaniu do analogicznego kwartału 2023 r., kiedy udzielono najwięcej kredytów w ramach programu „Bezpieczny Kredyt”. W styczniu 2025 r. wartość nowych kredytów mieszkaniowych spadła o 32,6% r/r.

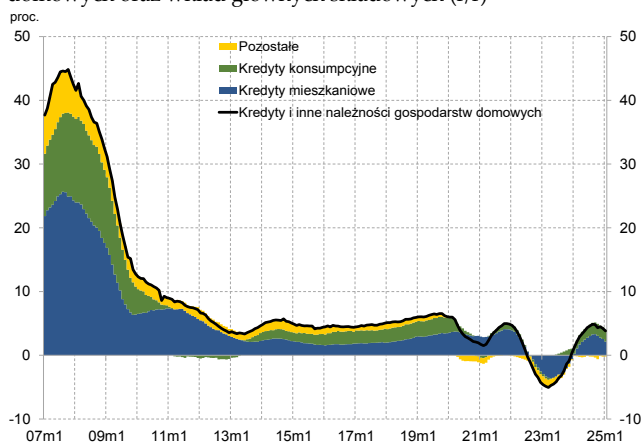
(wobec 2,2% r/r w III kw. 2024 r.; Wykres 2.27). Złożył się na to wzrost dynamiki zarówno kredytów o charakterze inwestycyjnym (do 4,7% r/r w IV kw. 2024 r. wobec 3,7% r/r w III kw. 2024 r.), jak i kredytów bieżących (do 4,6% r/r w IV kw. 2024 r. wobec 0,3% r/r w III kw. 2024 r.).

2.8 Bilans płatniczy⁴²

Saldo rachunku bieżącego oraz kształtowanie się pozostałych wskaźników nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki, przy czym w IV kw. 2024 r. saldo rachunku bieżącego ponownie się obniżyło (do 0,1% PKB, wobec 0,5% PKB w III kw. ub.r.; Wykres 2.28). Obniżenie się salda wynikało przede wszystkim z dalszego pogłębienia się deficytu obrotów towarowych (do -0,8% PKB w IV kw. z -0,4% PKB w III kw. 2024 r.), wskutek niższej dynamiki wartości eksportu niż importu w warunkach osłabionej koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski oraz przyspieszenia wzrostu popytu krajowego (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* i rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Saldo usług nie zmieniło się i zarówno w III jak i IV kw. ub.r. wyniosło 4,8% PKB. Nieznacznie zmniejszył się za to deficyt na rachunku dochodów pierwotnych (3,4% PKB w IV kw. 2024 r. wobec 3,5% PKB w III kw. 2024 r.), kształtowany głównie przez dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce. Jednocześnie saldo rachunku finansowego w IV kw. 2024 r. obniżyło się do -0,7% PKB (wobec -0,1% PKB w III kw. 2024 r.).

W III kw. 2024 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB wyniosła -31%, co oznacza poprawę względem II kw. ub.r. (Tabela 2.3). Z kolei poziom zadłużenia zagranicznego brutto w relacji do PKB obniżył się do 50%.

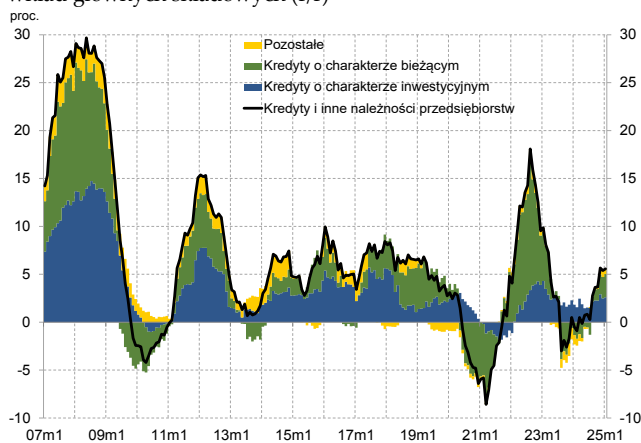
Wykres 2.26 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

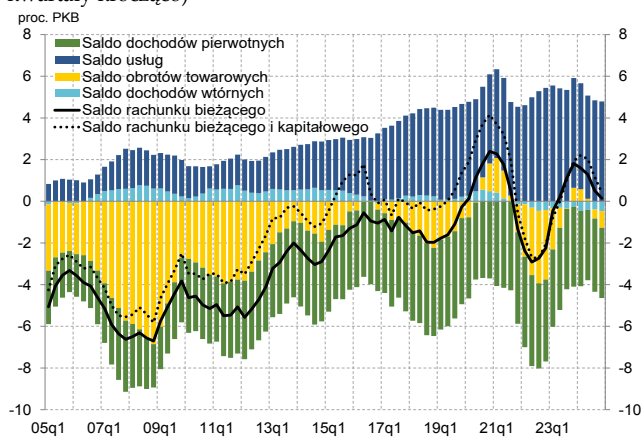
Wykres 2.27 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.28 Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

⁴² W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco. Dla IV kw. 2024 r. prezentowane dane mają charakter szacunkowy i zostały opracowane na podstawie danych miesięcznych o bilansie płatniczym oraz wstępnego szacunku PKB w IV kw. 2024 r. z 27 lutego 2025 r.

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

	2022		2023			2024			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	-2,2	-0,5	0,2	1,1	1,8	1,6	1,3	0,5	0,1
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-2,1	-0,8	0,0	1,0	1,9	2,2	2,0	1,1	0,4
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	2,1	3,6	4,5	5,3	5,9	5,7	5,1	4,4	4,0
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	4,7	4,6	4,7	5,1	5,1	5,6	5,9	5,8	6,3
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB	53	52	51	52	50	50	51	50	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-35	-33	-34	-31	-33	-33	-32	-31	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	139	131	130	123	127	127	130	132	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	124	119	121	120	126	129	133	138	-

Źródło: dane NBP.

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

3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2024 r. – marzec 2025 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od listopada 2024 r. do stycznia 2025 r., a także *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w lutym i marcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki – w szczególności w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski – koniunktura pozostaje osłabiona. Członkowie Rady podkreślali, że choć roczna dynamika PKB w strefie euro przyspieszyła, to w Niemczech pozostała ujemna. Wskazywano, że dostępne prognozy sygnalizują pewne ożywienie aktywności w Niemczech w 2025 r., jednak są one obciążone wysoką niepewnością wobec strukturalnych problemów niemieckiego sektora przemysłowego. Podkreślano jednocześnie, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w III kw. 2024 r. ponownie ukształtował się na relatywnie wysokim poziomie, co potwierdza silne fundamenty amerykańskiej gospodarki.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro i Stanach Zjednoczonych – w warunkach silnie ujemnej dynamiki cen energii – inflacja kształtowała się ostatnio w pobliżu celów tamtejszych banków centralnych. Podkreślano jednocześnie, że inflacja bazowa w największych gospodarkach rozwiniętych utrzymuje się na podwyższonym poziomie, do czego przyczynia się wysoka dynamika cen usług wobec szybko

rosnących płac nominalnych. W trakcie dyskusji wskazywano, że w październiku br. Europejski Bank Centralny po raz kolejny obniżył stopy procentowe.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce wskazywano, że we wrześniu 2024 r. zarówno sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa oraz budowlano-montażowa odnotowały ujemną dynamikę roczną. Członkowie Rady zaznaczali, że spadek sprzedaży detalicznej we wrześniu wraz z relatywnie niską dynamiką tej kategorii w sierpniu świadczą o osłabionym popycie konsumpcyjnym na towary w III kw. 2024 r. Podkreślano także, że niska dynamika produkcji przemysłowej w Polsce jest związana ze stagnacją w niemieckim przemyśle. W efekcie – zgodnie z danymi GUS – indeksy realnej sprzedaży detalicznej oraz realnej produkcji sprzedanej przemysłu we wrześniu 2024 r. były na poziomach niższych niż przed dwoma laty. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wskaźnik PMI istotnie wzrósł w ostatnich miesiącach, co może sygnalizować poprawę koniunktury. Wskazywano ponadto, że spadek produkcji budowlano-montażowej we wrześniu br. był nieco płytszy od oczekiwań rynkowych, a obniżanie się produkcji tej branży wynika m.in. z tymczasowej luki między wydatkowaniem środków z kolejnych perspektyw finansowych Unii Europejskiej. Na podstawie napływających

danych oceniano, że dynamika PKB w III kw. 2024 r. mogła być niższa niż w II kw. br.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zaznaczano, że bezrobocie pozostaje niskie, a zatrudnienie w gospodarce wysokie, ale następuje też dalszy stopniowy spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że dane o zatrudnieniu świadczą o zmianie struktury branżowej popytu na pracę oraz odzwierciedlają zmiany demograficzne, natomiast – w ich opinii – zagregowany popyt na pracę w gospodarce pozostaje silny. Analizując kształtowanie się presji płacowej, członkowie Rady podkreślali, że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. nieco się obniżyła, ale pozostała dwucyfrowa.

W trakcie dyskusji zwracano uwagę na stopniowy wzrost rocznej dynamiki wartości kredytów dla przedsiębiorstw oraz kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Jednocześnie podkreślano, że dynamika miesięczna złotych kredytów mieszkaniowych jest w ostatnich miesiącach niższa niż na początku br.

Omawiając perspektywy aktywności gospodarczej członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z listopadową projekcją w najbliższych kwartałach dynamika PKB najprawdopodobniej będzie stopniowo rosła. W szczególności dynamika nakładów brutto na środki trwałe w 2025 r. powinna być wyższa niż w br., w tym w związku z napływem funduszy unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej oraz Krajowego Programu Odbudowy. Natomiast dynamika spożycia gospodarstw domowych może być wciąż umiarkowana, a wkład eksportu netto w 2025 r. prawdopodobnie pozostanie ujemny. Uwzględniając wszystkie te czynniki w 2025 r. wzrost PKB powinien być wyższy niż w br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z listopadową projekcją luka popytowa ma do końca horyzontu projekcji pozostać ujemna. Niektórzy członkowie Rady

oceniali, że ewentualne zmiany w polityce gospodarczej, w tym handlowej, Stanów Zjednoczonych mogą mieć wpływ na koniunkturę w Europie, a przez to także w Polsce.

Na posiedzeniu wskazywano, że według szybkiego szacunku GUS w październiku 2024 r. inflacja CPI wyniosła 5,0% (wobec 4,9% we wrześniu br.). Zwracano uwagę, że inflacja bazowa mogła się wówczas nieznacznie obniżyć. Podkreślano, że podwyższona pozostaje dynamika cen usług. Członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach inflacja jest silnie podwyższana przez czynniki regulacyjne. W tym kontekście zwracano przede wszystkim uwagę na częściowe odmrożenie cen energii dla gospodarstw domowych od połowy bieżącego roku, ale także na wysoką dynamikę cen m.in. wyrobów tytoniowych, na które podniesiono akcyzę w br., a także zaopatrywania w wodę czy usług kanalizacyjnych. Zaznaczano, że w kierunku wyższego rocznego wskaźnika inflacji wciąż oddziałują także efekty podniesienia podatku VAT na żywność od kwietnia br. i relatywnie niskie zbiory niektórych krajowych warzyw i owoców, a także efekty bazy dotyczące leków refundowanych. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że dynamika cen towarów nieżywnościowych jest relatywnie niska, co jest spójne z danymi o sprzedaży detalicznej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że pomimo słabszych od oczekiwań danych o konsumpcji, presja cenowa pozostaje silna, o czym świadczy w szczególności podwyższony poziom inflacji bazowej. Inni członkowie Rady podkreślali, że o ile w Polsce inflacja bazowa pozostaje podwyższona, to – uwzględniając porównywalne dane dotyczące wskaźnika HICP po wyłączeniu cen energii, żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych – jest niższa niż w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady podkreślali wysoką niepewność co do decyzji regulacyjnych w zakresie cen energii, w

związku z którą listopadowa projekcja inflacji została przygotowana w dwóch wariantach – w scenariuszu pełnego odmrożenia cen energii od stycznia 2025 r. (zgodnym z obowiązującym stanem prawnym) oraz w scenariuszu dalszego mrożenia cen energii. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że możliwe są również warianty pośrednie.

Członkowie Rady wskazywali, że niezależnie od wariantu projekcja przewiduje wzrost inflacji w I kw. 2025 r. Podkreślano przy tym, że w II kw. 2025 inflacja ma być tylko nieznacznie niższa niż na początku roku, w szczególności w związku ze wzrostem akcyzy na wyroby tytoniowe i ich substytuty. Zwracano uwagę, że wzrost akcyzy wraz z innymi czynnikami związanymi z decyzjami regulacyjnymi, takimi jak wzrost cen zaopatrywania w wodę czy usług kanalizacyjnych, będą oddziaływać w kierunku wzrostu również inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii. Inflacja bazowa pozostanie w najbliższych kwartałach podwyższona także w konsekwencji wysokiej dynamiki cen usług w warunkach wysokiej dynamiki płac. I choć dynamika wynagrodzeń – zgodnie z projekcją – ma się stopniowo obniżać, to część członków Rady zwracała uwagę na możliwą uporczywość inflacji bazowej. Jednocześnie podkreślano, że zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja dopiero w 2026 r. ma się obniżyć do średniookresowego celu NBP.

Członkowie Rady zaznaczali, że istotnym uwarunkowaniem dla oceny średniookresowych perspektyw inflacji jest kształt polityki fiskalnej. Wskazywano, że w bieżącym roku doszło do poluzowania polityki fiskalnej. Podkreślano, że ograniczeniu presji inflacyjnej sprzyjałoby wyraźne zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych, w tym deficytu strukturalnego. Oceniano, że projekt Ustawy budżetowej na rok 2025 przewiduje natomiast, że deficyt sektora w 2025 r., w tym deficyt strukturalny, może pozostać

na bardzo wysokim poziomie, co oznacza, że zaplanowany kształt polityki fiskalnej ogranicza przestrzeń dla potencjalnego poluzowania polityki pieniężnej.

Omawiając najważniejsze czynniki niepewności dla średniookresowych perspektyw inflacji, członkowie Rady podkreślali, że trudna do oceny pozostaje skala przełożenia dotychczasowego i możliwego w przyszłości wzrostu cen energii oraz innych cen regulowanych na oczekiwania inflacyjne, a poprzez żądania płacowe także na dynamikę wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że w październiku br. oczekiwania inflacyjne konsumentów nieco wzrosły. Zaznaczano ponadto, że w przypadku silniejszego niż obecnie oczekiwanego ożywienia aktywności, szybki wzrost płac może okazać się bardziej trwały. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że jeśli słaba koniunktura w Niemczech będzie się przedłużać lub absorpcja środków z Krajowego Planu Odbudowy okaże się słabsza od obecnych oczekiwań, to może to skutkować niższą presją popytową i w konsekwencji niższą dynamiką cen. Członkowie Rady zaznaczali, że utrzymuje się bardzo wysoka niepewność związana z napiętą sytuacją geopolityczną.

Większość członków Rady oceniła, że inflacja jest obecnie istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii, a także inne czynniki regulacyjne. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje również wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą ogranicza krajową presję inflacyjną. W tym samym kierunku oddziałuje także wcześniejsze umocnienie kursu złotego. W najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie, a w przypadku dalszego podniesienia cen energii na

początku 2025 r. wzrośnie. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii oraz w warunkach oczekiwanego obniżenia dynamiki wynagrodzeń – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Pojawiła się opinia, że wobec podwyższonej inflacji – w tym inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii – zwłaszcza w warunkach wysokiej dynamiki wynagrodzeń, obecny poziom stóp procentowych NBP, przy obecnym kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych, jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 grudnia 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona. Wzrost PKB w strefie euro przyspiesza, ale wciąż jest umiarkowany. Jednocześnie w

Niemczech – które są głównym partnerem handlowym Polski – roczna dynamika PKB już piąty kwartał z rzędu pozostała nieznacznie ujemna, przy czym realny PKB jest zbliżony do poziomu z końca 2019 r. Zaznaczano również, że na przyszły rok prognozowane jest ożywienie gospodarcze w Niemczech, choć jego skala jest niepewna.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtowała się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych. Podkreślano, że ograniczająco na wskaźnik inflacji w wielu gospodarkach – w przeciwieństwie do Polski – oddziałuje ujemna roczna dynamika cen energii. Zwracano uwagę, że inflacja bazowa w wielu gospodarkach, w tym w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, pozostaje podwyższona, na co w dalszym ciągu wpływa wysoka dynamika cen usług i szybki wzrost wynagrodzeń.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, zwracano uwagę, że – po obniżkach stóp procentowych w ostatnich miesiącach w największych gospodarkach rozwiniętych – w ostatnim okresie oczekiwana przez uczestników rynku ścieżka stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych przesunęła się w górę, czemu towarzyszyło umocnienie kursu dolara amerykańskiego do wielu walut. Wskazywano, że w regionie Europy Środkowo-Wschodniej banki centralne Węgier i Rumunii w listopadzie 2024 r. po raz drugi z rzędu zdecydowały o utrzymaniu głównych stóp procentowych na niezmiennym poziomie, natomiast w Czechach nastąpiła obniżka stóp procentowych. Podkreślano przy tym, że w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej skala dotychczasowych obniżek stóp procentowych była skorelowana z polityką fiskalną. Na Węgrzech i w Czechach w 2024 r. nastąpiło wyraźne zacieśnienie polityki fiskalnej, co pozwoliło tamtejszym bankom centralnym na wyraźniejsze obniżenie stóp procentowych. Natomiast w Rumunii – podobnie jak w Polsce –

w 2024 r. nastąpiło poluzowanie polityki fiskalnej, w związku z czym tamtejszy bank centralny utrzymuje główną stopę procentową jedynie nieznacznie poniżej szczytowego poziomu z 2023 r.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, wskazywano, że – według wstępnego szacunku GUS – PKB w III kw. 2024 r. wzrósł o 2,7% r/r. Podkreślano, że dynamika PKB w tym kwartale była zbliżona do wskazań listopadowej projekcji NBP. Zwracano uwagę, że spowolnił wzrost konsumpcji, na co mogły wpłynąć podwyżki cen energii, podatków i cen regulowanych, a także obawy przed dalszym wzrostem cen. Zbliżony do zera był też wzrost inwestycji. Eksport spadł w ujęciu rocznym, w warunkach osłabionego popytu zagranicznego, w tym przedłużającej się stagnacji w Niemczech. Podkreślano, że dane miesięczne dotyczące aktywności gospodarczej w październiku 2024 r. były lepsze od danych za wrzesień. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna wzrosły w ujęciu rocznym i były lepsze od prognoz rynkowych. Zaznaczano, że choć sprzedaż detaliczna jest nadal osłabiona, to jednak wzrost tego wskaźnika w październiku wspiera prognozę ożywienia popytu konsumpcyjnego w IV kw. 2024 r. W efekcie nadal bazowym scenariuszem jest ożywienie gospodarcze, w tym szybszy wzrost PKB w 2025 r. niż w 2024 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wskaźnik PMI – po wzroście w październiku 2024 r. – w listopadzie się obniżył.

Podczas dyskusji wskazywano, że w III kw. 2024 r. wynik finansowy sektora średnich i dużych przedsiębiorstw niefinansowych był niższy niż rok wcześniej. Zdaniem większości członków Rady, przedsiębiorstwa mają lub mogą mieć w przyszłości coraz większe trudności z absorbowaniem wzrostu kosztów, w tym kosztów wynagrodzeń, i jeśli popyt będzie na to pozwalał, będą podnosiły ceny.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zaznaczano, że zatrudnienie w sektorze

przedsiębiorstw w październiku 2024 r. obniżyło się, jednak było nadal wysokie, a stopa bezrobocia pozostała niska. Roczna dynamika wynagrodzeń jest niższa niż na początku 2024 r., ale wciąż jest dwucyfrowa. Wynagrodzenia w gospodarce narodowej wzrosły w III kw. o 13,4% r/r. Część członków Rady podkreślała, że do presji płacowej przyczyniają się dokonane w 2024 r. podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym członkowie Rady wskazywali, że następuje wzrost zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Zwracano uwagę na rekordową wartość nowo udzielonych kredytów konsumpcyjnych w październiku 2024 r. Jednocześnie wartość nowych umów złotych kredytów mieszkaniowych ponownie wzrosła. Zaznaczano, że w październiku liczba wniosków o kredyt mieszkaniowy była najwyższa w 2024 r.

Podczas dyskusji podkreślano, że inflacja w ostatnich miesiącach jest około dwukrotnie wyższa od celu NBP, do czego w znacznym stopniu przyczynia się szereg czynników regulacyjno-podatkowych, w tym wzrost cen nośników energii, a także podwyżki stawki podatku VAT na żywność, akcyzy na papierosy i alkohol, cen zaopatrywania w zimną wodę oraz cen usług kanalizacyjnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że czynniki regulacyjno-podatkowe są niezależne od krajowej polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu wskazywano, że w listopadzie roczny wskaźnik inflacji CPI nieznacznie się obniżył wobec 5,0% w październiku 2024 r. Spadek dynamiki cen w listopadzie wynikał z efektu bazy statystycznej w zakresie cen paliw. Jednocześnie szacowano, że prawdopodobnie nastąpił wzrost inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii wskutek prawdopodobnie wyższej rocznej dynamiki cen usług, w tym zwłaszcza usług rynkowych. Utrzymuje się przy tym wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym. Zaznaczano, że

według listopadowej projekcji inflacja bazowa w ciągu najbliższych kwartałów ma jeszcze wzrosnąć i w IV kw. 2025 r. ma nadal przekraczać 4%.

Podczas dyskusji większość członków Rady zaznaczała, że dla perspektyw inflacji CPI istotne znaczenie mają regulacje dotyczące cen energii. Wskazywano, że zgodnie z nową ustawą w tym zakresie, przyjętą w listopadzie przez Sejm, od lipca 2025 r. ma zostać przywrócona opłata mocowa, a od października 2025 r. ma być zniesiony mechanizm ceny maksymalnej za energię elektryczną. Zaznaczano, że według prognoz – uwzględniających rozwiązania przewidziane w tej ustawie i przy założeniu utrzymania obecnego poziomu taryf na sprzedaż energii elektrycznej – inflacja w I połowie 2025 r. będzie przekraczać 5%, w III kw. lekko się obniży ze względu na efekty bazy, ale jednocześnie zostanie podbita przez powrót opłaty mocowej, a od października 2025 r. nastąpi ponowny wzrost inflacji, wskutek dalszego odmrożenia cen energii. W efekcie według prognoz za rok inflacja może kształtować się na poziomie podobnym do obecnego lub nawet wyższym. Zwracano uwagę, że założone odmrożenie cen energii od II połowy 2025 r. oddziaływałoby w kierunku wyższego wskaźnika inflacji także w I połowie 2026 r., co z kolei oddaliłoby prognozowany moment powrotu inflacji do celu NBP w porównaniu do wyników listopadowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynniki inne niż regulacje dotyczące cen energii mogą mieć większe znaczenie dla średniookresowych perspektyw inflacji. Zdaniem niektórych członków Rady podwyżka regulowanych cen energii – oprócz zwiększania rocznego wskaźnika inflacji – może oddziaływać w kierunku niższej presji popytowej na inne towary i usługi ze względu na jej ograniczający wpływ na dochody do dyspozycji gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zaznaczali, że istotnym uwarunkowaniem dla perspektyw inflacji jest

kształt polityki fiskalnej. Wskazywano, że w 2024 r. polityka fiskalna została poluzowana i deficyt sektora finansów publicznych był wysoki. Rząd oraz Komisja Europejska przewidują, że w 2025 r. deficyt strukturalny nawet lekko wzrośnie, a zatem nie będzie impulsu dezinflacyjnego ze strony polityki fiskalnej. Oceniano, że zaplanowany kształt polityki fiskalnej ogranicza przestrzeń dla ewentualnego poluzowania polityki pieniężnej. Zwracano uwagę, że choć rząd zapowiedział zacieśnienie fiskalne od 2026 r., to jednak nie przedstawił konkretnych działań w tym zakresie. Jednocześnie, zaplanowana przez rząd ścieżka długu publicznego w relacji do PKB po raz pierwszy od dawna jest silnie rosnąca.

Omawiając najważniejsze czynniki niepewności dla perspektyw inflacji, podkreślano, że utrzymuje się niepewność co do wpływu podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza przy oczekiwanym ożywieniu wzrostu gospodarczego i trwale niskim bezrobociu. Jednocześnie występuje niepewność co do perspektyw aktywności w największych gospodarkach, a także niepewność geopolityczna, przede wszystkim związana z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę. Część członków Rady zwracała również uwagę na niepewność co do cen energii w dalszej perspektywie, w tym poziomu regulowanych taryf na energię elektryczną w II połowie 2025 r.

Większość członków Rady oceniła, że inflacja jest obecnie istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii, a także inne czynniki regulacyjne. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje również wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Czynnikiem proinflacyjnym jest poluzowanie polityki fiskalnej. Istotnie podwyższona pozostaje inflacja bazowa, w tym wysoka jest dynamika cen usług. Jednocześnie presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej

presji inflacyjnej za granicą ogranicza krajową presję inflacyjną. W tym samym kierunku oddziałuje także wcześniejsze umocnienie kursu złotego. W najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, a także zaplanowane wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych. Jednocześnie wciąż podwyższona ma być inflacja bazowa, w warunkach prognozowanego ożywienia gospodarczego oraz wciąż luźnej polityki fiskalnej. W średnim okresie – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP oraz w warunkach oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki płac – inflacja powinna powrócić do celu NBP. Jednak czynnikiem niepewności dotyczącym oczekiwanego horyzontu powrotu inflacji do celu pozostaje kształtowanie się cen energii ze względu na ich prawdopodobne odmrożenie w II połowie 2025 r., a także wpływ podwyższonej dynamiki cen energii na oczekiwania inflacyjne. W szczególności prawdopodobne odmrożenie cen energii w II połowie 2025 r. może – według obecnych prognoz – doprowadzić do ponownego wzrostu inflacji pod koniec 2025 r., a przez to opóźnić powrót inflacji do celu. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo oczekiwanego ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Pojawiła się opinia, że wobec podwyższonej inflacji, a także silnego wzrostu poziomu cen w poprzednich latach, obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 16 stycznia 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że dynamika aktywności w strefie euro stopniowo przyspiesza, ale pozostaje umiarkowana i jest zróżnicowana pomiędzy krajami. W szczególności w Niemczech – które są głównym partnerem handlowym Polski – w 2024 r. PKB ponownie nieznacznie się obniżył. Tempo ożywienia w strefie euro jest ograniczane przez przedłużającą się dekoniunkturę w przemyśle. Zwracano uwagę, że w 2025 r. oczekiwane jest umocnienie ożywienia w strefie euro, wspierane wzrostem płac realnych i dobrą koniunkturą w usługach. Prognozy wskazują jednocześnie, że koniunktura w Niemczech poprawi się jedynie nieznacznie. Natomiast w Stanach Zjednoczonych utrzymuje się relatywnie szybki wzrost PKB.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki wzrosła. Zwracano uwagę, że w wielu krajach wzrost inflacji nastąpił przede wszystkim w związku z wyższą dynamiką cen energii. Towarzyszyło temu utrzymywanie się inflacji bazowej na podwyższonym poziomie. Dane te wskazują, że trwałe sprowadzenie inflacji do poziomu celów inflacyjnych będzie w wielu gospodarkach następowało stopniowo.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, wskazywano, że w grudniu 2024 r. zarówno Europejski Bank Centralny, jak i Rezerwa

Federalna Stanów Zjednoczonych obniżyły stopy procentowe. Zaznaczano, że banki centralne krajów Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro na swoich ostatnich posiedzeniach w 2024 r. utrzymały stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce wskazywano, że napływające dane sygnalizują wzrost dynamiki PKB w IV kw. 2024 r. Zwracano uwagę, że w listopadzie 2024 r. roczny wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 3,1%. Z kolei produkcja budowlano-montażowa i produkcja przemysłowa w listopadzie 2024 r. obniżyły się w ujęciu rocznym. Podkreślano jednak, że spadek produkcji w przemyśle nastąpił w dużej mierze pod wpływem efektów kalendarzowych. Członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z dostępnymi prognozami w kolejnych kwartałach najbardziej prawdopodobne jest dalsze ożywienie aktywności.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zaznaczano, że zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie 2024 r. obniżyło się w ujęciu rocznym. Towarzyszyło temu utrzymywanie się bezrobocia na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie członkowie Rady zwracali uwagę, że roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw pozostaje wysoka. Wskazywano także, że wraz z początkiem 2025 r. weszła w życie kolejna podwyżka płacy minimalnej. W tym kontekście członkowie Rady podkreślali, że choć skala podwyżki płacy minimalnej jest mniejsza niż w 2024 r., to w badaniach ankietowych udział przedsiębiorstw przewidujących wzrost wynagrodzeń w I kw. 2025 r. wzrósł i przekroczył 40%.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady zwracali uwagę, że nadal rośnie roczna dynamika zadłużenia przedsiębiorstw, zarówno w segmencie kredytów bieżących, jak i inwestycyjnych. Wskazywano, że również zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych

stopniowo rośnie. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że wartość kredytów bankowych dla prywatnego sektora niefinansowego w relacji do PKB jest w Polsce relatywnie niska.

Na posiedzeniu zaznaczano, że w grudniu 2024 r. roczny wskaźnik inflacji CPI wyniósł 4,7%, tj. nie zmienił się względem listopada, kształtując się wyraźnie powyżej celu NBP. Podkreślano, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii – pomimo pewnego obniżenia się w grudniu – również pozostała podwyższona i była wyższa od wieloletniej średniej oraz wyższa od poziomów notowanych w połowie 2024 r. Zwracano uwagę, że wciąż szczególnie szybko rosną ceny usług, co jest związane z wysoką dynamiką płac, do której przyczynia się niskie bezrobocie oraz ubiegłoroczne podwyżki płac w sektorze publicznym.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że według dostępnych prognoz w I połowie 2025 r. inflacja może przekroczyć 5%. Wskaźnik CPI będzie wciąż podwyższany przez wcześniejszy wzrost cen energii oraz dokonane w 2024 r. i przewidziane na 2025 r. inne działania regulacyjno-podatkowe, w tym wzrost taryf dystrybucyjnych na gaz ziemny, dalszy wzrost akcyzy na papierosy i alkohol oraz wyższe taryfy na dostarczanie zimnej wody i usługi kanalizacyjne. Członkowie Rady zwracali uwagę, że w II połowie 2025 r. mogą nastąpić kolejne podwyżki cen energii, które ponownie podwyższą inflację. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami od lipca br. zostanie przywrócona tzw. opłata mocowa, natomiast w październiku br. ma wygasnąć mechanizm ceny maksymalnej na energię elektryczną, co przy obecnym poziomie taryf oznaczałoby istotny wzrost jej cen. Zaznaczano, że możliwa jest obniżka taryf, ale niepewne jest czy do niej dojdzie i w jakim stopniu.

Członkowie Rady wskazywali, że w tych warunkach inflacja CPI, po przejściowym spadku w III kw. 2025 r. pod wpływem efektów bazy, pod

koniec roku może ponownie wzrosnąć. Jednocześnie prognozy wskazują, że średnioroczna inflacja w 2025 r. będzie wyraźnie przekraczała cel inflacyjny NBP. Podkreślano ponadto, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii może utrzymywać się w 2025 r. na podwyższonym poziomie, zbliżonym do 4%. Członkowie Rady zwracali uwagę, że odmrożenie cen energii w II połowie roku może oddziaływać w kierunku wyższego wskaźnika CPI także przez część 2026 r.

W trakcie posiedzenia zaznaczano, że szybkemu obniżaniu się inflacji nie sprzyjają dotychczas inne uwarunkowania makroekonomiczne. W tym kontekście wskazywano w szczególności na utrzymujący się wysoki wzrost wynagrodzeń oraz wzrost gospodarczy, który – według prognoz – w 2025 r. ma przyspieszyć. Członkowie Rady zwracali także uwagę na prognozowany na bieżący rok wysoki deficyt sektora finansów publicznych oraz na brak ogłoszenia konkretnych rozwiązań w zakresie sygnalizowanego zacieśnienia polityki fiskalnej w 2026 r.

Zwracano uwagę, że wydłużanie się okresu utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie zwiększa ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych, co może zwiększać presję płacową i w efekcie utrwaląc wysoką dynamikę cen. Ryzyko to może być szczególnie istotne w warunkach ożywienia wzrostu gospodarczego i niskiego bezrobocia. Jednocześnie podkreślano znaczenie niepewności dotyczącej perspektyw aktywności w największych gospodarkach, a także niepewności geopolitycznej, w tym związanej z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę.

Większość członków Rady oceniła, że w najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, a także wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych. Jednocześnie podwyższona pozostanie prawdopodobnie także inflacja bazowa.

Odmrożenie cen energii w II połowie 2025 r. może przyczynić się do przedłużenia okresu pozostawania inflacji powyżej celu inflacyjnego. W średnim okresie – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP oraz w warunkach oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki płac – inflacja powinna powrócić do celu NBP. Czynnikiem niepewności pozostaje wpływ podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza wobec oczekiwanego ożywienia gospodarczego i niskiego bezrobocia. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Pojawiła się opinia, że wobec podwyższonej inflacji obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

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

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

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

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

Koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona. W IV kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro była nadal umiarkowana, w tym w Niemczech była nieznacznie ujemna. Natomiast w Stanach Zjednoczonych roczne tempo wzrostu aktywności gospodarczej w IV kw. 2024 r. było zbliżone do wieloletniej średniej. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach, w tym w związku z możliwymi zmianami polityki handlowej na świecie.

Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. Jednocześnie inflacja bazowa jest nadal wyższa od inflacji ogółem wskutek podwyższonej dynamiki cen usług.

W Polsce, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, w 2024 r. dynamika PKB wyniosła 2,9%, co wskazuje, że w IV kw. 2024 r. roczny wzrost gospodarczy prawdopodobnie przyspieszył. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2024 r. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń nadal kształtuje się na wysokim poziomie.

Roczny wskaźnik inflacji CPI w grudniu 2024 r. wyniósł 4,7% (wobec 4,7% w listopadzie ub.r.). Wzrost inflacji w II połowie 2024 r. względem I połowy ub.r. wynikał głównie z podwyżek administrowanych cen nośników energii, a także – choć w mniejszym stopniu – z wyższej rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Jednocześnie na podwyższonym poziomie utrzymuje się wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, głównie ze względu na wysoką dynamikę cen usług. Przyczynia się do tego wysoka dynamika wynagrodzeń, w tym w związku z podwyższeniem płac w sektorze publicznym.

Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu pozostaje przy tym ujemna.

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, a także wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych. Jednocześnie podwyższona pozostanie prawdopodobnie także inflacja bazowa. Odmrożenie cen energii w II połowie 2025 r. może przyczynić się do przedłużenia okresu pozostawania inflacji powyżej celu inflacyjnego.

W średnim okresie – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP oraz w warunkach oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki płac – inflacja powinna powrócić do celu NBP. Czynnikiem niepewności pozostaje wpływ podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza wobec spodziewanego ożywienia gospodarczego i niskiego bezrobocia. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej.

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

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 11-12 marca 2025 r.

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

W IV kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro przyspieszyła, przy czym w Niemczech była nieznacznie ujemna. Natomiast w Stanach Zjednoczonych roczne tempo wzrostu aktywności gospodarczej w IV kw. 2024 r. było zbliżone do wieloletniej średniej. Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych głównie wskutek podwyższonej inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obciążone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.

W Polsce wzrost PKB w IV kw. 2024 r. – według wstępnego szacunku GUS – przyspieszył do 3,2% r/r (wobec 2,7% r/r w III kw.). Jednocześnie przyspieszył wzrost popytu krajowego (do 4,8% r/r), w tym konsumpcyjnego. W styczniu br. wyraźnie wzrosły roczne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej, natomiast dynamika produkcji przemysłowej była ujemna. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w styczniu 2025 r. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń nadal kształtuje się na wysokim poziomie.

Według wstępnych danych GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w styczniu 2025 r. wzrósł do 5,3%. Do wzrostu inflacji istotnie powyżej celu NBP od połowy 2024 r. przyczyniły się głównie dokonane podwyżki administrowanych cen energii – w tym przede wszystkim częściowe odmrożenie cen nośników energii od lipca 2024 r. oraz

podwyższenie taryf na dystrybucję gazu ziemnego od stycznia 2025 r. – a także, choć w mniejszym stopniu, wyższa roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych. Jednocześnie podwyższona jest także inflacja bazowa, głównie ze względu na szybki wzrost cen usług, w tym w związku z wysoką dynamiką wynagrodzeń.

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 27 lutego 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,1 – 5,7% w 2025 r. (wobec 4,2 – 6,6% w projekcji z listopada 2024 r.), 2,0 – 4,8% w 2026 r. (wobec 1,4 – 4,1%) oraz 1,1 – 3,9% w 2027 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 4,6% w 2025 r. (wobec 2,4 – 4,3% w projekcji z listopada 2024 r.), 1,9 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,7 – 4,0%) oraz 1,1 – 3,5% w 2027 r.

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

W średnim okresie – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP oraz w warunkach oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki płac – inflacja powinna powrócić do celu NBP. Czynnikiem niepewności pozostaje wpływ podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza w warunkach rosnącego popytu i niskiego bezrobocia. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą

miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej.

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

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

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

4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2025 r. do IV kw. 2027 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2024 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, w tym stopie referencyjnej równej 5,75%, z uwzględnieniem danych dostępnych do 27 lutego 2025 r. (*cut-off date*).

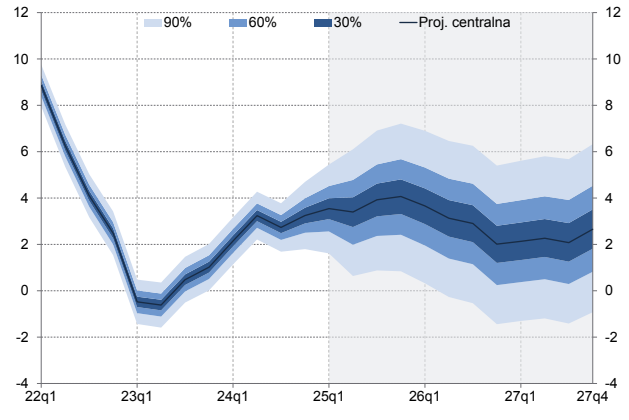
4.1 Synteza

Po wzroście krajowego PKB o blisko 3% w 2024 r., w br. jego dynamika przyspieszy do 3,7%. Przyczyni się do tego wysoki napływ funduszy unijnych w ramach środków z perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy, podnoszących w największym stopniu ścieżkę inwestycji. Tylko w niewielkim zakresie wzrost PKB w Polsce w latach 2025-2027 będzie wspierany przez popyt zagraniczny przy oczekiwanym jedynie ograniczonym ożywieniu w strefie euro, wobec przedłużającej się stagnacji w gospodarce niemieckiej. Po umiarkowanym ożywieniu krajowej aktywności ekonomicznej w 2025 r. w latach 2026-2027 dynamika PKB obniży się. Do wyraźnego spadku dynamiki PKB w 2027 r. w istotnym stopniu przyczyni się założone zakończenie wydatkowania środków w ramach KPO.

Inflacja CPI po osiągnięciu swojego najwyższego poziomu w I połowie 2025 r. (5,4% w I kw. i 5,2% w II kw.) obniży się w III kw. Pod koniec br. dynamika cen konsumenta ponownie wzrośnie i utrzyma się na podwyższonym poziomie do II kw. 2026 r.

Inflację CPI w 2025 r. i I połowie 2026 r. zwiększają skutki działań regulacyjnych w zakresie cen energii. Podwyższają one dynamikę cen energii, która osiągnie maksimum w IV kw. br. Zgodnie z ustawą uchwaloną 27 listopada 2024 r.⁴³, ceny maksymalne dla gospodarstw domowych za energię elektryczną – niższe od zatwierdzonych przez URE taryf – będą obowiązywać do końca września 2025 r. Jednocześnie od 1 lipca br. nastąpi przywrócenie opłaty mocowej. Od IV kw. 2025 r. obowiązywały będą zatem mechanizmy kształtowania cen energii elektrycznej sprzed wprowadzenia antyinflacyjnych działań

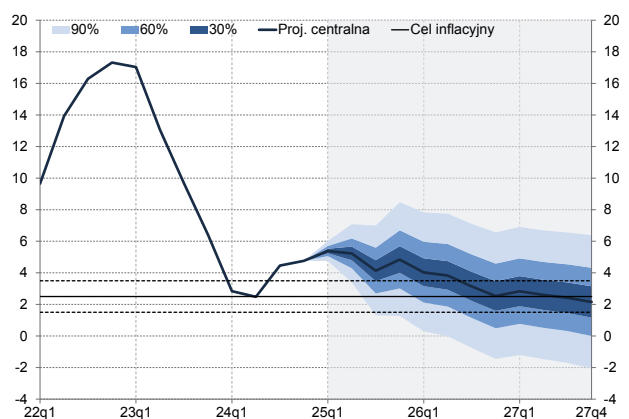
Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



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

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁴³ Ustawa z dnia 27 listopada 2024 r. o zmianie ustawy o środkach nadzwyczajnych mających na celu ograniczenie wysokości cen energii elektrycznej oraz wsparciu niektórych odbiorców w 2023 roku oraz w 2024 roku oraz niektórych innych ustaw.

osłonowych. Przy założeniu braku zmian taryf na energię elektryczną, nastąpi zatem wzrost przeciętnego rachunku za energię elektryczną dla gospodarstw domowych, choć jego przyszły poziom obciążony jest znaczną niepewnością.

W najbliższych kwartałach inflacja bazowa będzie się utrzymywać na podwyższonym poziomie. W kierunku spadku inflacji bazowej, w szczególności dynamiki cen usług rynkowych, będzie oddziaływać słabnąca dynamika kosztów pracy, która jednak z pewnym opóźnieniem przekłada się na poziom inflacji. Jednocześnie w 2025 r. utrzyma się wysoka dynamika cen administrowanych.

Prognozowany na najbliższe lata kształt aktywności gospodarczej w kraju i za granicą wskazuje jednak, że wpływ czynników podnoszących inflację CPI w dalszym horyzoncie projekcji wygaśnie. Proces dezinflacji będzie wspierany przez obniżoną presję popytową, spadek dynamiki kosztów pracy oraz niską inflację w otoczeniu polskiej gospodarki. Przy założeniu stałych stóp procentowych NBP, inflacja CPI w III kw. 2026 r. powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.) i utrzyma się w nim do końca horyzontu projekcji.

Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w istotnym stopniu uzależniona od kształtowania się aktywności ekonomicznej w strefie euro w warunkach wysokiej niepewności związanej z możliwymi zmianami w polityce handlowej największych gospodarek. Czynnikiem niepewności dla projekcji jest także stopień wykorzystania funduszy unijnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy. Bilans czynników niepewności dla dynamiki PKB oraz inflacji CPI w horyzoncie projekcji jest zbliżony do symetrycznego (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Dane i informacje napływające ze strefy euro wskazują, że ożywienie w tej gospodarce będzie następować stopniowo, w skali zbliżonej do założeń projekcji listopadowej (Tabela 4.1). Oczekiwaną poprawę aktywności w strefie euro ograniczają obserwowane niekorzystne tendencje w gospodarce niemieckiej, w tym utrzymująca się dekoniunktura w przemyśle i obniżony popyt inwestycyjny. Zakłada się, że głównym czynnikiem wzrostu PKB w strefie euro w horyzoncie projekcji pozostanie odbudowa spożycia gospodarstw domowych wspierana przez wzrost ich dochodów do dyspozycji przy utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy. Niska obecnie dynamika inwestycji prywatnych w dalszym horyzoncie projekcji ulegnie poprawie do czego przyczyni się przewidywany cykl łagodzenia polityki monetarnej przez EBC (Wykres 4.3) oraz podwyższone wydatki na obronność.

Relatywnie korzystniej kształtuje się obecnie koniunktura w Stanach Zjednoczonych i również w horyzoncie projekcji dynamika PKB w tej gospodarce, wspierana przez szybciej rosnącą wydajność pracy, będzie przewyższać tempo wzrostu strefy euro (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Uwarunkowania dla wzrostu konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych, w tym sytuacja na rynku pracy oraz kondycja finansowa gospodarstw domowych, pozostają w dużej mierze korzystne. Dotychczasowe działania oraz zapowiedzi nowej amerykańskiej administracji wskazują na zaostrzenie polityki handlowej, planowane poluzowanie polityki fiskalnej oraz deregulację.

Inflacja i rynki surowców

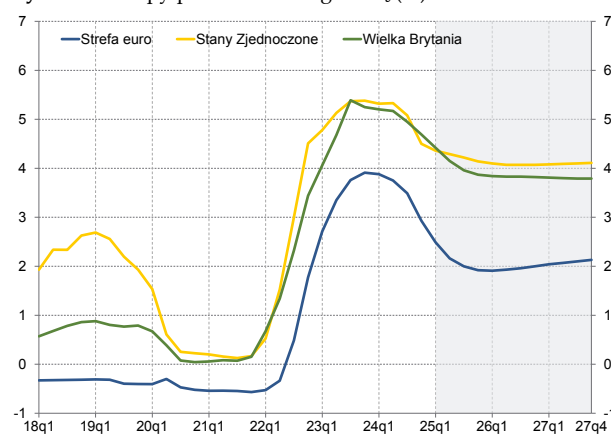
Ceny surowców energetycznych na rynkach światowych kształtują się wyraźnie poniżej szczytu z 2022 r., ale nadal przewyższają poziom

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja marcowa na tle listopadowej

	2024	2025	2026
PKB w strefie euro (r/r, %)			
III 2025	0,7	0,9	1,2
XI 2024	0,7	1,2	1,3
PKB w Niemczech (r/r, %)			
III 2025	-0,2	0,2	1,0
XI 2024	0,0	0,9	1,1
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
III 2025	2,8	2,4	2,0
XI 2024	2,7	2,0	2,0
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
III 2025	0,9	0,9	1,4
XI 2024	0,9	1,2	1,4

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

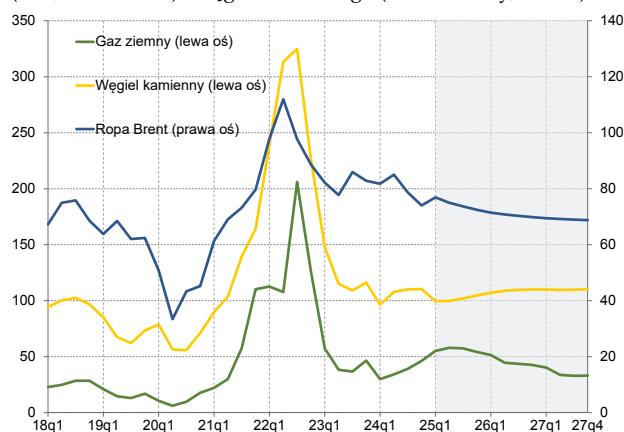
przed wybuchu pandemii (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

Notowania kontraktów terminowych wskazują, że ceny ropy naftowej i gazu ziemnego na rynkach światowych w horyzoncie projekcji obniżą się (Wykres 4.4, Wykres 4.5). Spadkowi cen ropy naftowej w latach 2025-2027 będzie sprzyjać oczekiwany wzrost produkcji w krajach nienależących do OPEC+, w tym w Stanach Zjednoczonych w związku z zapowiedziami liberalizacji wydobycia tego surowca przez nową administrację. Silniejszemu obniżeniu cen ropy naftowej przeciwdziała polityka ograniczania podaży prowadzona przez OPEC+, a także sankcje nałożone na Rosję przez UE. Spadek cen gazu ziemnego w horyzoncie projekcji będzie natomiast wynikiem oczekiwanej normalizacji sytuacji podażowej na rynku europejskim, która pogorszyła się na początku 2025 r. po wygaśnięciu umowy na przesył rosyjskiego gazu ziemnego przez terytorium Ukrainy.

Ceny większości surowców rolnych na rynkach światowych wzrosły po zamknięciu listopadowej projekcji inflacji, w tym w szczególności kawy, ziemniaków i pszenicy. Wyceny kontraktów terminowych wskazują, że wraz z powrotem do przeciętnych warunków agrometeorologicznych w następnych sezonach gospodarczych i dalszym ograniczeniem wpływu zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie, indeks cen surowców rolnych w latach 2026-2027 nieznacznie obniży się, kształtując się jednak wciąż nieco powyżej założeń z rundy listopadowej (Wykres 4.5).

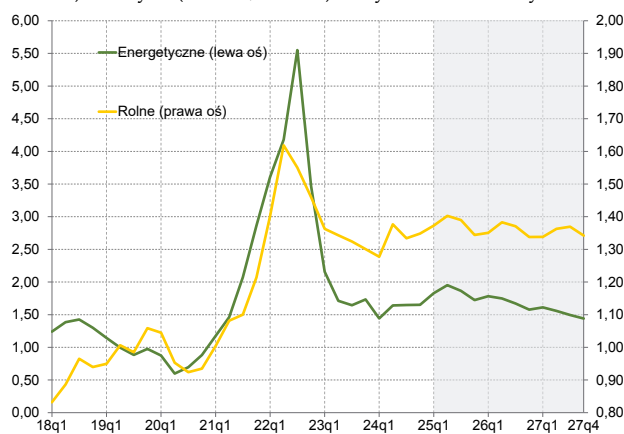
Jedynie umiarkowana odbudowa w horyzoncie projekcji popytu w światowej gospodarce będzie sprzyjać utrzymaniu inflacji w otoczeniu gospodarczym Polski na niskim poziomie (Wykres 4.6). Jednocześnie jednak proces dezinflacji w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz w krajach Europy Środkowo-Wschodniej będzie rozłożony w czasie. W szczególności będzie go nadal ograniczać

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



Źródło: dane Bloomberg.

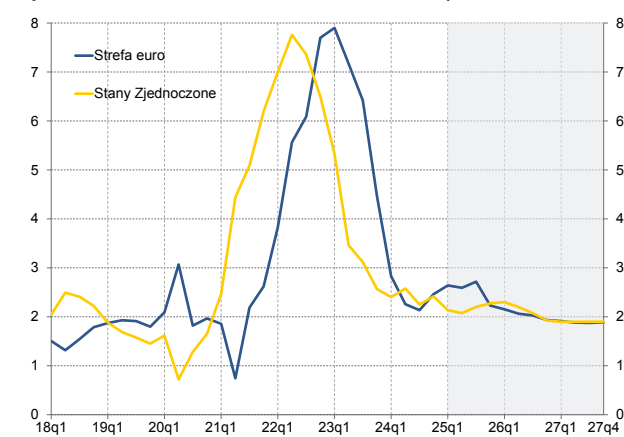
Wykres 4.5 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2019=1) i rolnych (w EUR, 2019=1) na rynkach światowych



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.

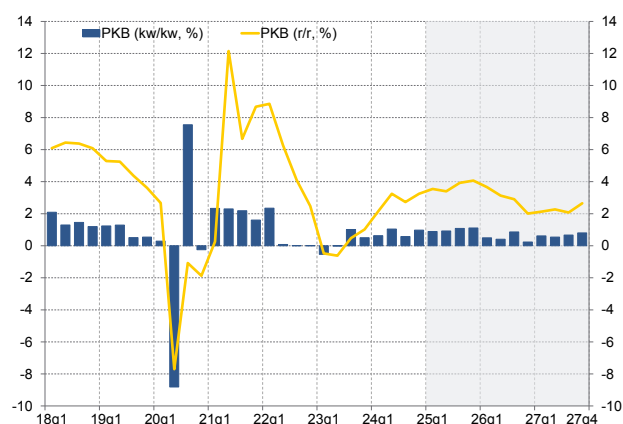
podwyższona dynamika płac, będąca skutkiem silnego wzrostu kosztów utrzymania w poprzednich latach, w efekcie czego utrzyma się wysoka uporczywość inflacji cen usług. Tempo dezinflacji w horyzoncie projekcji będzie także spowalniane przez zaostrzenie polityki handlowej Stanów Zjednoczonych obejmujące m.in. już podwyższone cła dla towarów z Chin. Możliwe jest również nałożenie ceł na produkty z innych państw (w tym Unii Europejskiej) oraz działania odwetowe innych gospodarek. W wyniku tych uwarunkowań, poziom stawek celnych w handlu światowym będzie się kształtował w latach 2025-2027 na wysokim, nienotowanym od dziesięcioleci, poziomie. Przyszła polityka handlowa głównych gospodarek światowych jest jednak obarczona wysoką niepewnością, stanowiąc istotny czynnik ryzyka dla kształtowania się inflacji (i wzrostu gospodarczego) na świecie (por. rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*).

4.3 Gospodarka polska w latach 2025-2027

Aktywność gospodarcza

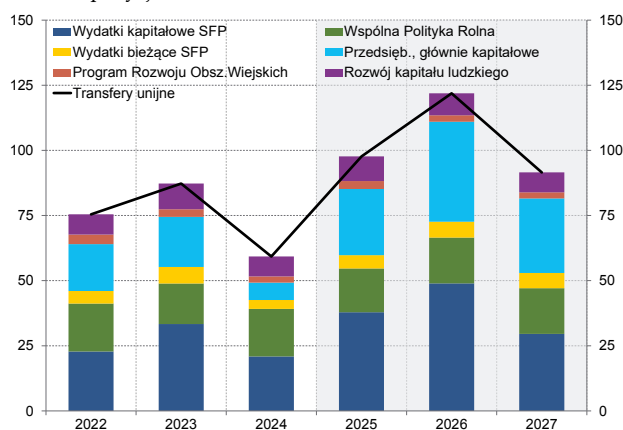
Po wzroście krajowego PKB w 2024 r. o blisko 3%, w 2025 r. jego dynamika przyspieszy do 3,7% (Wykres 4.7), do czego w istotnym stopniu przyczyni się silny wzrost napływu funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy (Wykres 4.8, Wykres 4.9). W dalszym horyzoncie projekcji pozytywny wpływ tego czynnika wygaśnie, przekładając się na spowolnienie aktywności gospodarczej. Tylko w niewielkim stopniu wzrost PKB w Polsce w latach 2025-2027 będzie wspierany przez popyt zagraniczny przy oczekiwanym jedynie umiarkowanym ożywieniu w strefie euro. Przy założonym w projekcji utrzymaniu stóp procentowych NBP na stałym poziomie (w tym stopy referencyjnej równej 5,75%), rosnąca w kolejnych latach realna stopa

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



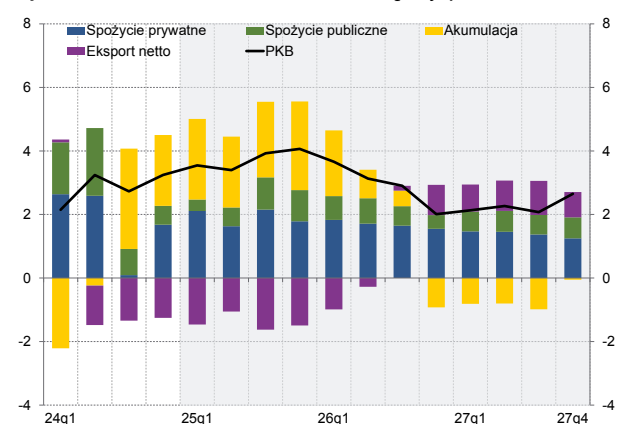
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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



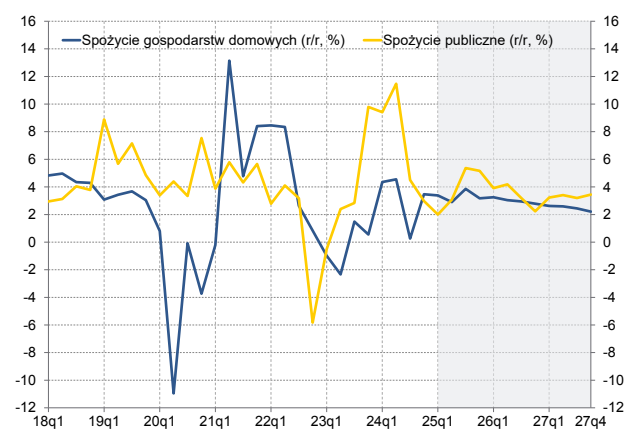
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

procentowa będzie przy tym ograniczać prognozowaną dynamikę popytu krajowego.

Tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych w latach 2025-2027 będzie utrzymywać się na umiarkowanym poziomie (średnio 2,9% r/r) wobec pozostającej na podwyższonym poziomie ich stopie oszczędności (Wykres 4.10). Przyczyni się do tego rosnąca w horyzoncie projekcji realna stopa procentowa oraz dążenie gospodarstw domowych do odbudowania oszczędności po okresie wysokiej inflacji. W kierunku ograniczenia dynamiki konsumpcji będzie oddziaływać również prognozowane w latach 2025-2027 obniżenie tempa wzrostu realnych wynagrodzeń względem 2024 r. Oczekiwany w horyzoncie projekcji relatywnie stabilny wzrost wydatków gospodarstw domowych jest wynikiem dążenia do wygładzania ścieżki konsumpcji w czasie.

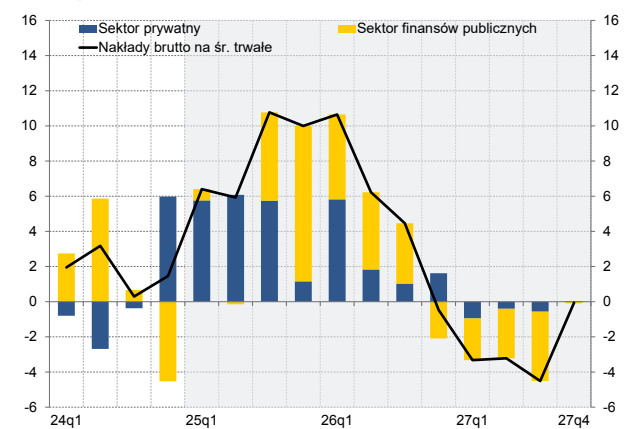
Zakłada się, że po okresie silnego spowolnienia, w 2025 r. tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie przyspieszy (Wykres 4.11). Popyt inwestycyjny w bieżącym roku będzie wspierany przez zwiększoną absorpcję funduszy unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy (Wykres 4.12). W 2026 r. czynnik ten będzie już w mniejszym stopniu podwyższał dynamikę inwestycji, a w 2027 r., w ślad za zakończeniem wydatkowania środków pochodzących z instrumentu *NextGenerationEU* nakłady brutto na środki trwałe obniżą się (Wykres 4.8). W przypadku przedsiębiorstw, ożywienie aktywności inwestycyjnej w 2025 r. potwierdzają wyniki badań ankietowych, wskazujące na wzrost odsetka firm zapowiadających rozpoczęcie nowych inwestycji w horyzoncie kwartału i roku⁴⁴. W horyzoncie projekcji oczekiwany jest wzrost wydatków związanych z trwającą transformacją energetyczną polskiej gospodarki, w tym przeznaczonych na rozbudowę morskich farm wiatrowych na Bałtyku oraz modernizację sieci

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

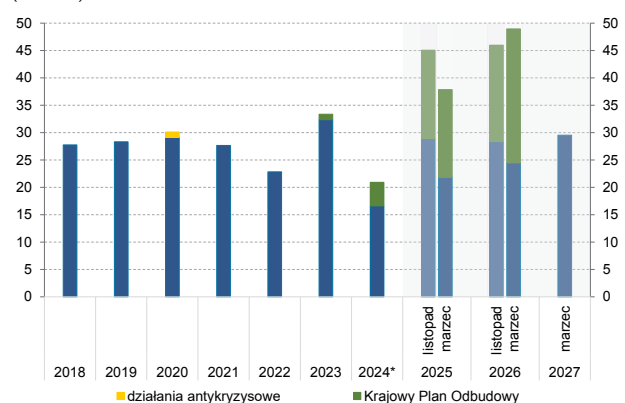
Wykres 4.11 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



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.

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



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

* szacunek NBP.

⁴⁴ Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2025 r.

przesyłowych. Ścieżkę inwestycji będzie podwyższać również potrzeba zwiększenia stopnia automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu wobec wzrostu kosztów pracy, jak również zakupy sprzętu wojskowego.

Wkład eksportu netto do dynamiki PKB ukształtuje się w 2025 r. na ujemnym poziomie, co będzie wynikiem przyspieszenia wzrostu importu w ślad za ożywieniem krajowej koniunktury. Negatywnie na ścieżkę eksportu wpłynie jednocześnie obniżona aktywność gospodarcza u głównych partnerów handlowych Polski, w tym zwłaszcza w gospodarce niemieckiej (Wykres 4.13). W latach 2026-2027 dynamika popytu krajowego obniży się, czemu towarzyszyć będzie rosnący wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

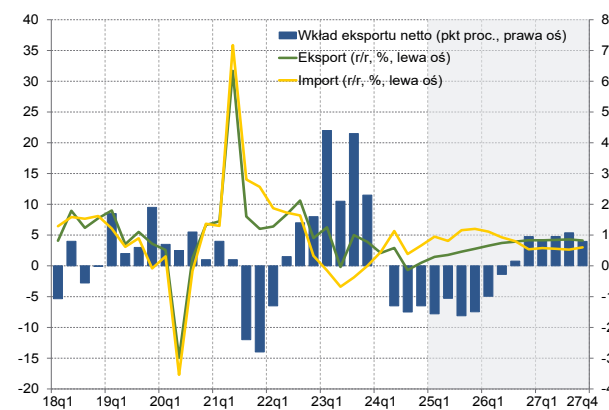
Produkt potencjalny i luka popytowa

Zgodnie z bieżącą projekcją, dynamika produktu potencjalnego w latach 2025-2027 ukształtuje się na przeciętnym poziomie 3,1% r/r, a więc nieco poniżej wieloletniej średniej (Wykres 4.14).

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

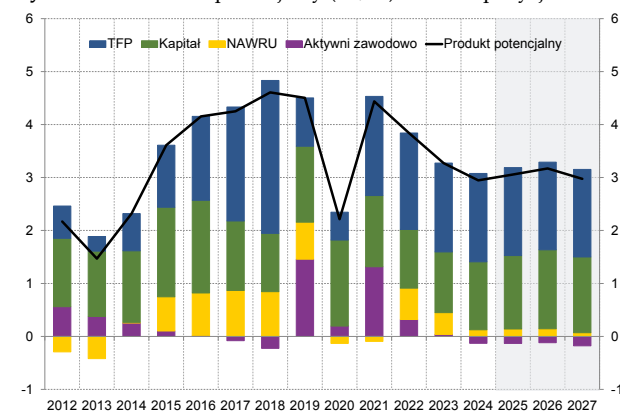
Prognozowane ożywienie w 2025 r. krajowej aktywności gospodarczej przyczyni się do wzrostu ujemnej obecnie luki popytowej do nieznacznie dodatniego poziomu w IV kw. br. (Wykres 4.15). Oznacza to, że oczekiwany w tym okresie wzrost presji popytowej będzie ograniczał spadek inflacji.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



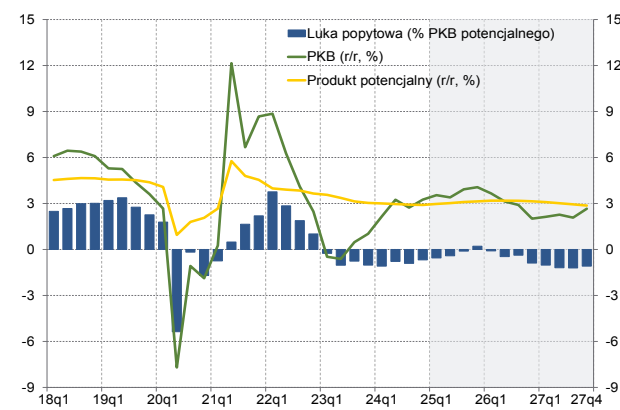
Źródło: obliczenia NBP.

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

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

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

Wykres 4.15 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Z kolei w latach 2026-2027, w ślad za spowolnieniem dynamiki PKB, presja popytowa ponownie obniży się, wspierając coraz silniej proces dezinflacji w polskiej gospodarce.

Rynek pracy

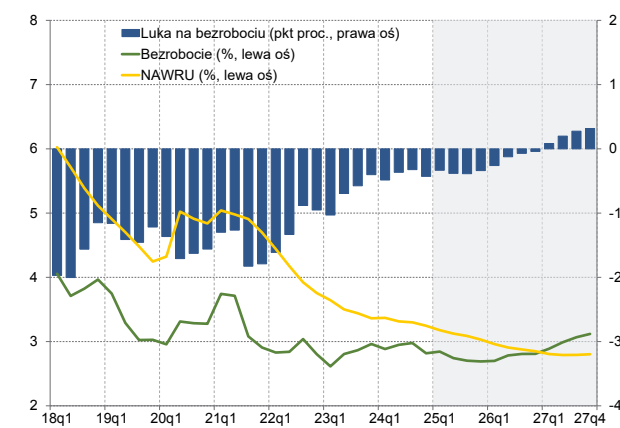
W 2025 r., wraz z oczekiwanym przyspieszeniem dynamiki krajowego PKB, stopa bezrobocia obniży się. Za takim scenariuszem przemawiają wyniki badania przedsiębiorstw, których większy odsetek planuje zwiększyć niż zmniejszyć zatrudnienie w horyzoncie roku⁴⁵ (Wykres 4.16, Wykres 4.18). W latach 2026-2027 stopa bezrobocia ponownie wzrośnie w reakcji na wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego (Wykres 4.17). Skala tego wzrostu będzie jednak ograniczana przez procesy demograficzne zmniejszające liczbę osób w wieku produkcyjnym.

W horyzoncie projekcji dynamika wynagrodzeń wyraźnie obniży się w porównaniu z jej wysokim poziomem w 2024 r. i zbliży się do wzrostu wydajności pracy (Wykres 4.19). Scenariusz ten potwierdzają wyniki Szybkiego Monitoringu NBP, zgodnie z którymi mediana podwyżek deklarowanych przez przedsiębiorstwa w perspektywie roku utrzymuje się na poziomie 5%⁴⁶. Prognozowane obniżenie dynamiki nominalnych wynagrodzeń będzie wynikiem spadku inflacji względem lat 2022-2023, która jest z pewnym opóźnieniem uwzględniana w mechanizmie ustalania płac. W tym samym kierunku będzie oddziaływać założona w horyzoncie projekcji mniejsza niż w 2024 r. skala podwyżek wynagrodzeń w sektorze finansów publicznych oraz płacy minimalnej.

Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI

W okresie po zamknięciu projekcji listopadowej rząd podjął decyzję o odmrożeniu cen energii

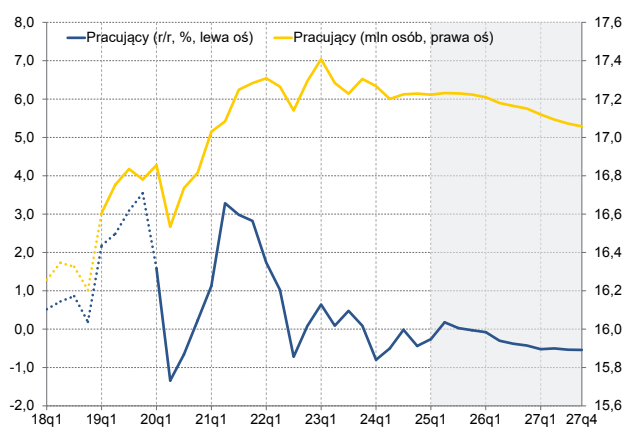
Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

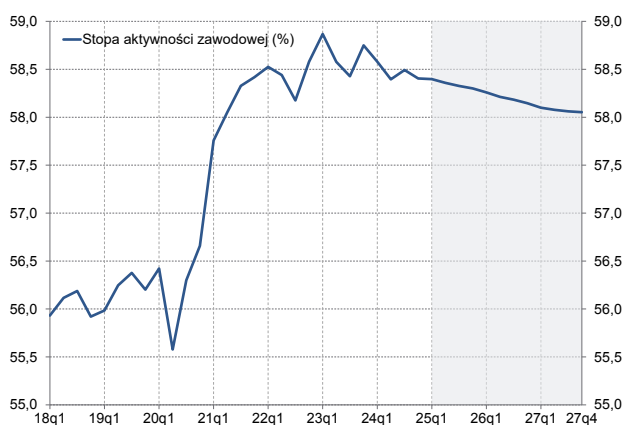
Wykres 4.17 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁴⁵ Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2025 r.

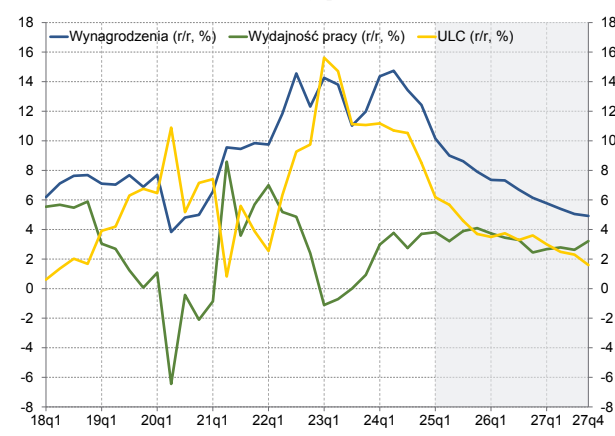
⁴⁶ Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2025 r.

elektrycznej na przestrzeni 2025 r. Zgodnie z ustawą uchwaloną 27 listopada 2024 r.⁴⁷, ceny maksymalne dla gospodarstw domowych za energię elektryczną będą obowiązywać do końca września 2025 r. Ceny te zostały ustalone na poziomie 500 zł/MWh i są niższe od zatwierdzonych przez URE taryf (średnio 623 zł/MWh), które służą do wyznaczenia wysokości rządowych rekompensat dla sprzedawców energii elektrycznej. Jednocześnie od 1 lipca br. nastąpi przywrócenie opłaty mocowej. Zgodnie z obecnym stanem prawnym od IV kw. 2025 r. zakończy się zatem okres ustawowego ograniczania wzrostu cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych i nastąpi przywrócenie mechanizmów ich kształtowania przed wprowadzenia antyinflacyjnych działań osłonowych. Przy założeniu braku zmian taryf na energię elektryczną, w horyzoncie projekcji nastąpi zatem wzrost przeciętnego rachunku za energię elektryczną dla gospodarstw domowych. Jego przyszły poziom jest jednak obciążony wysoką niepewnością.

Na kształt prognozowanej w latach 2025-2027 ścieżki inflacji wpływają także podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe oraz ich substytuty. Zgodnie ze znowelizowaną w październiku ub.r. ustawą o podatku akcyzowym, w marcu 2025 r. wzrost podatku wyniesie – w zależności od wyrobu – od 25% do 75%, w 2026 r. – od 20% do 50%, a w 2027 r. – o 15-25%.

Czynnikiem, który może mieć potencjalnie duży wpływ na poziom inflacji w 2027 r., jest wejście w życie Europejskiego Systemu Handlu Emisjami 2 (ETS2). Stanowi on część pakietu „Gotowi na 55” – zbioru regulacji Unii Europejskiej, mających na celu redukcję emisji CO₂ w ramach Wspólnoty do 2030 r. o co najmniej 55% w porównaniu do 1990 r. System ETS2 ma działać analogicznie do obecnie obowiązującego systemu ETS, obejmującego

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.

⁴⁷ Ustawa z dnia 27 listopada 2024 r. o zmianie ustawy o środkach nadzwyczajnych mających na celu ograniczenie wysokości cen energii elektrycznej oraz wsparciu niektórych odbiorców w 2023 roku oraz w 2024 roku oraz niektórych innych ustaw.

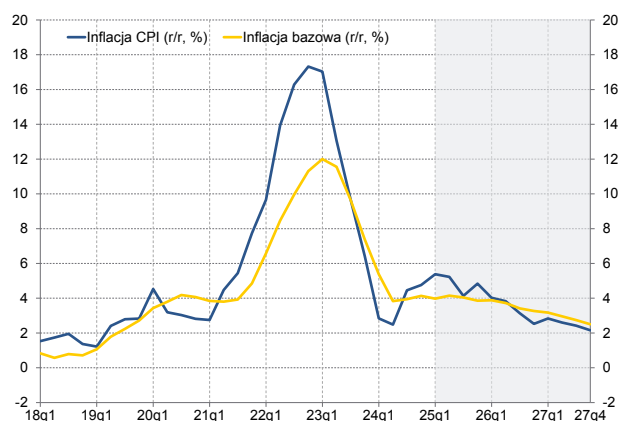
sektory przemysłowe i elektroenergetyczne. Będzie on dotyczyć emisji pochodzących z paliw wykorzystywanych w transporcie drogowym oraz przez gospodarstwa domowe w budynkach mieszkalnych (głównie do celów grzewczych). Sprzedawcy gazu, benzyny, węgla oraz innych paliw będą zmuszeni kupować uprawnienia odpowiadające wielkości ich emisji CO₂. Wynikający z tego dodatkowy koszt, zależny od ceny uprawnień do emisji, może być przerzucany na kupujących. Obecnie nie wiadomo, na jakim poziomie ceny uprawnień będą kształtować się w 2027 r., planowane jest jedynie ograniczenie ich wzrostu powyżej 45 euro/tonę (w cenach z 2020 r.). Przy założeniu pełnego przełożenia cen uprawnień na ceny paliw, każde dodatkowe zł kosztu emisji tony CO₂ przełoży się bezpośrednio na wzrost wskaźnika CPI o 0,08 pkt proc. Przepisy unijne powinny zostać transponowane na krajowe ustawodawstwo przez wszystkie kraje członkowskie. Jednak w chwili obecnej Polska, jak również wiele innych państw UE, nie wdrożyła jeszcze powyższych dyrektyw unijnych. Trwają również negocjacje mające na celu przesunięcie implementacji systemu ETS2 w czasie. Dlatego jego skutki nie zostały włączone do ścieżki centralnej projekcji, stanowiąc tym samym ważne ryzyko w górę dla kształtowania się inflacji CPI w 2027 r.

Inflacja CPI

Inflacja CPI po osiągnięciu swojego najwyższego poziomu w I połowie 2025 r. (5,4% w I kw. i 5,2% w II kw.) obniży się w III kw. Jednak zgodnie z założeniami bieżącej projekcji dynamika cen konsumenta pod koniec br. ponownie wzrośnie i utrzyma się na podwyższonym poziomie do II kwartału 2026 r. Do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.) powróci ona w III kw. 2026 r. i utrzyma się w nim do końca horyzontu projekcji.

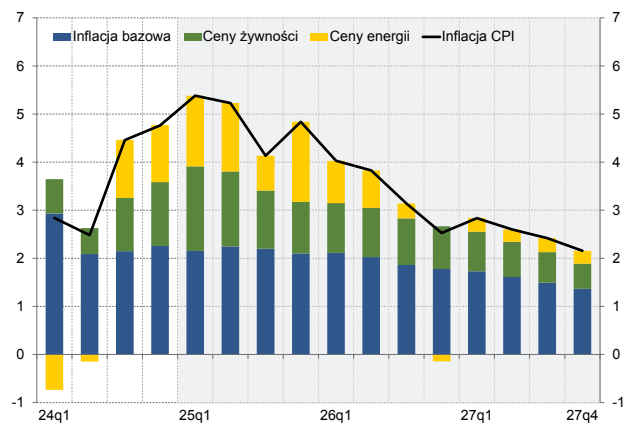
Inflację CPI w 2025 r. i I połowie 2026 r. zwiększają działania regulacyjne w zakresie cen energii, które podwyższają dynamikę tych cen z maksimum w IV kw. br. (9,3% r/r). W I kw. 2025 r.

Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

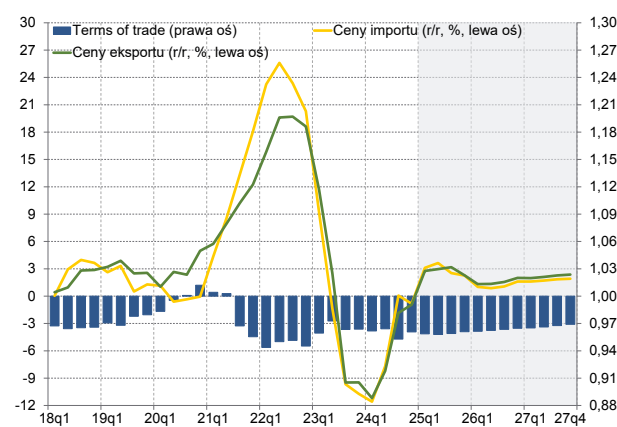
decyzją URE zatwierdzono nowe, wyższe taryfy dystrybucyjne na gaz ziemny dla gospodarstw domowych. W III kw. br. zostanie z kolei przywrócona opłata mocowa, co zwiększy wartość przeciętnego rachunku za energię elektryczną. Od IV kw. br. obowiązujące prawo przewiduje natomiast zniesienie cen maksymalnych za energię elektryczną i powrót do rozliczania rachunków gospodarstw domowych według taryf. Przy przyjętym założeniu o braku zmian poziomu taryf, istotnie wzrosną zatem ceny energii elektrycznej, według których rozliczają się gospodarstwa domowe (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI*).

W najbliższych kwartałach inflacja bazowa będzie wciąż kształtować się na podwyższonym poziomie. W kierunku spadku inflacji bazowej, w szczególności dynamiki cen usług rynkowych, będzie oddziaływać słabnąca dynamika kosztów pracy, która jednak zgodnie z mechanizmami rynkowymi z pewnym opóźnieniem przekłada się na ceny. Jednocześnie w 2025 r. utrzyma się wysoka dynamika cen administrowanych na skutek dotychczasowych i planowanych podwyżek usług kanalizacyjnych, wywozu śmieci oraz zaopatrywania w zimną wodę. Skalę spadku inflacji bazowej w tym okresie będzie ograniczać wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI*).

Na przestrzeni 2025 r. wyraźny spadek rocznej dynamiki cen będzie dotyczył jedynie żywności (Wykres 4.23). Będzie on w dużym stopniu wynikiem normalizacji warunków podażowych, w tym na rynku owoców i warzyw oraz masła. Dodatkowo, od II kw. dynamiki cen żywności w ujęciu r/r nie będzie już podwyższać powrót do poziomu 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe w kwietniu 2024 r.

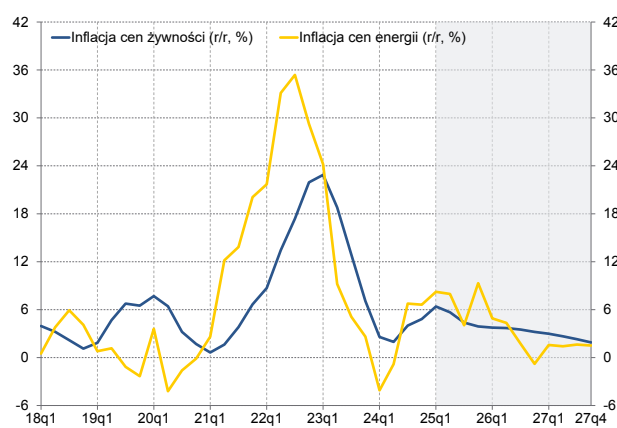
W latach 2026-2027 dynamika cen konsumenta będzie pozostawać pod wpływem słabnącego tempa wzrostu wynagrodzeń oraz niskiej presji

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.

popytowej, odzwierciedlonej w ujemnych wartościach luki popytowej (por. punkt *Produkt potencjalny i luka popytowa*). W kierunku dezinflacji w polskiej gospodarce będzie oddziaływać również ograniczony wzrost cen importu (Wykres 4.22) związany z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki oraz spadkiem indeksu cen surowców energetycznych na światowych rynkach. Zgodnie z założeniami bieżącej projekcji, zmiany regulacyjne będą istotnie podwyższać dynamikę cen energii w ujęciu r/r do II kw. 2026 r., a więc w II połowie 2026 r. nastąpi jej wyraźny spadek. W konsekwencji tych uwarunkowań – oraz przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie – oczekuje się, że inflacja CPI w III kw. 2026 r. powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 4.20, Wykres 4.21) i pozostanie w nim do końca horyzontu 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 2025 r. i jej podwyższenia w 2026 r., przy nieznacznie wyższej ścieżce wzrostu gospodarczego (Tabela 4.2, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27). Porównanie dotyczy wariantu projekcji listopadowej opracowanego przy założeniu wygasania mechanizmów regulujących ceny energii w 2025 r., zgodnie z obowiązującą wówczas ustawą z dnia 23 maja 2024 r. o bonie energetycznym oraz o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła systemowego, który w projekcji listopadowej pełnił rolę scenariusza centralnego.

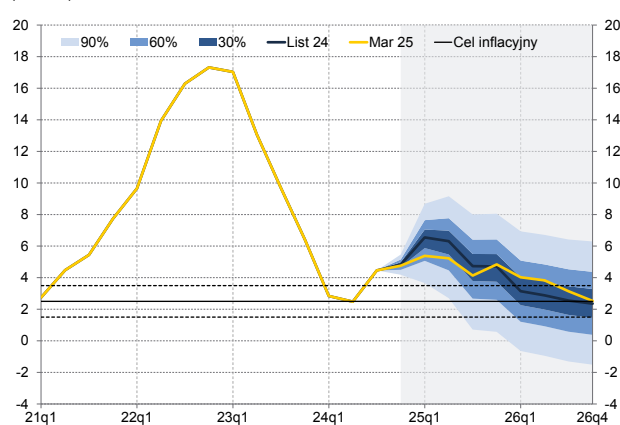
Zmiana ścieżki inflacji CPI względem poprzedniej rundy prognostycznej wynika w największym stopniu z nowych regulacji dotyczących działań osłonowych w zakresie cen energii elektrycznej, które zostały przyjęte przez Sejm 27 listopada

Tabela 4.2 Projekcja marcowa na tle listopadowej

	2024	2025	2026
Inflacja CPI (r/r, %)			
III 2025	3,6	4,9	3,4
XI 2024	3,7	5,6	2,7
PKB (r/r, %)			
III 2025	2,9	3,7	2,9
XI 2024	2,7	3,4	2,8

Źródło: obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

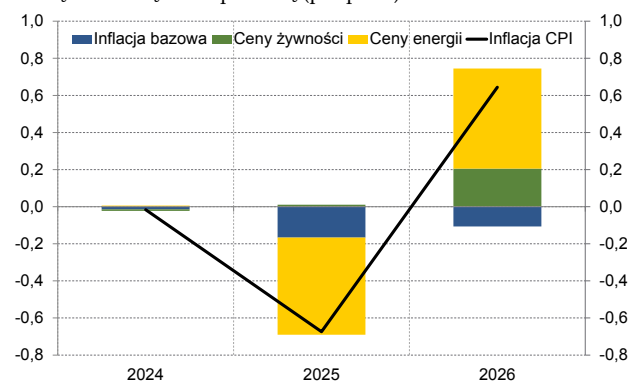
2024 r., tj. już po zamknięciu listopadowej rundy. Nowe przepisy przedłużyły obowiązywanie mechanizmu maksymalnych cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych o dziewięć miesięcy, czyli do końca września br. Wydłużyły także o pół roku (do końca czerwca br.) okres zawieszenia opłaty mocowej (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę inflacji CPI*). Uchwalone regulacje zmieniły kształt ścieżki inflacji względem projekcji listopadowej, przesuując moment najwyższego wzrostu cen energii dla gospodarstw domowych z I kw. na IV kw. br. W rezultacie przyczyniły się do ponownego wzrostu inflacji w IV kw. br. oraz późniejszego niż zakładano w poprzedniej rundzie powrotu wskaźnika CPI do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc.

W przypadku PKB zmiana względem oczekiwań z poprzedniej rundy projekcyjnej w istotnym stopniu wynika z przyjętego w projekcji marcowej założenia o przesunięciu niewykorzystanych w 2024 r. bezzwrotnych funduszy unijnych w ramach KPO na lata 2025-2026, które przełożyło się w szczególności na wzrost oczekiwanej dynamiki inwestycji w tym okresie.

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). Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w istotnym stopniu uzależniona od kształtowania się krajowych cen energii w latach 2025-2027. Z kolei istotnym źródłem ryzyka z otoczenia zewnętrznego polskiej gospodarki jest przyszłe kształtowanie się aktywności ekonomicznej w strefie euro, w szczególności w gospodarce niemieckiej, w warunkach wysokiej niepewności związanej z możliwymi zmianami w polityce handlowej największych gospodarek.

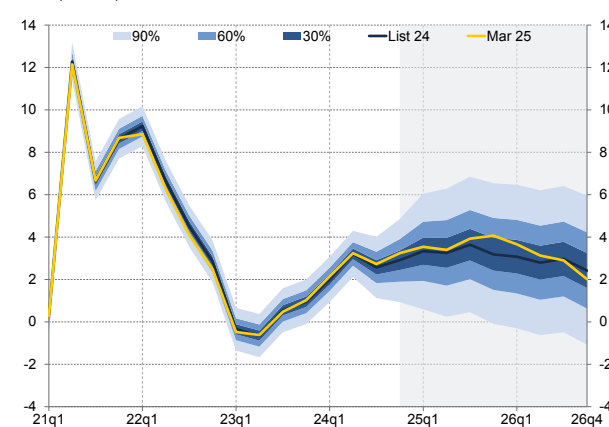
Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

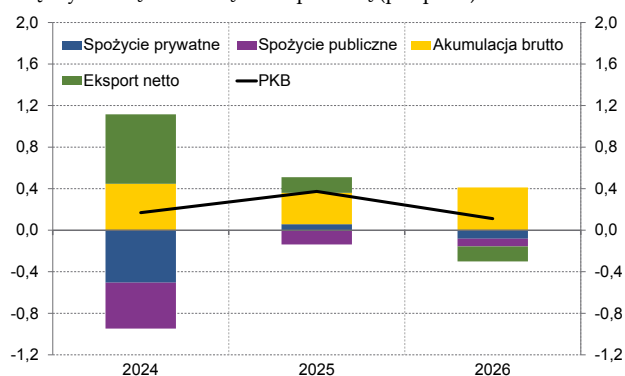
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Wykres 4.26 Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (t/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.

Ważnym źródłem ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki jest również dalszy przebieg konfliktów zbrojnych, w tym w szczególności rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla prognozowanej dynamiki PKB oraz inflacji CPI w horyzoncie projekcji. (Tabela 4.3).

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%)
25q1	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
25q2	0,00	0,01	0,06	0,50	0,06
25q3	0,06	0,17	0,35	0,50	0,29
25q4	0,06	0,14	0,27	0,50	0,20
26q1	0,13	0,25	0,40	0,50	0,27
26q2	0,16	0,28	0,44	0,50	0,28
26q3	0,24	0,39	0,56	0,50	0,31
26q4	0,33	0,49	0,65	0,50	0,32
27q1	0,29	0,44	0,60	0,50	0,31
27q2	0,33	0,48	0,64	0,50	0,31
27q3	0,36	0,51	0,67	0,50	0,31
27q4	0,40	0,55	0,70	0,50	0,30

Źródło: obliczenia NBP.

Zmiany regulacyjne wpływające na ceny energii

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

Wykorzystanie środków w ramach KPO

Kolejnym źródłem niepewności jest tempo i skala wykorzystania środków w formie dotacji z Krajowego Planu Odbudowy (KPO), z uwagi na jak dotychczas niski odsetek podpisanych umów z beneficjentami tych funduszy w odniesieniu do ich całkowitej alokacji. Tymczasem wszystkie ustalone w KPO kamienie milowe i wartości docelowe dla projektów inwestycyjnych – które w części mogą jeszcze zostać renegotjowane z Komisją Europejską – muszą zostać osiągnięte do sierpnia 2026 r. Mniejsze wykorzystanie środków unijnych niż założono w scenariuszu centralnym wiązałoby się z obniżeniem w latach 2025-2026 dynamiki PKB w polskiej gospodarce, w tym zwłaszcza ścieżki inwestycji.

Koniunktura gospodarcza w strefie euro

Najważniejszym czynnikiem ryzyka projekcji z otoczenia polskiej gospodarki jest kształtowanie się przyszłej koniunktury w strefie euro, w szczególności w gospodarce niemieckiej. Największa gospodarka strefy euro od 2023 r. znajduje się w stagnacji do czego przyczyniają się jej problemy strukturalne, odzwierciedlone w trudnej sytuacji panującej w sektorach wytwórczych. W przypadku ich pogłębienia aktywność ekonomiczna Niemiec i innych krajów

strefy euro uległyby ograniczeniu względem scenariusza centralnego projekcji. Na gorszą niż przed 2022 r. pozycję konkurencyjną tych gospodarek dodatkowo nakłada się wysoka niepewność związana ze wzrostem cel oraz barier pozataryfowych w handlu międzynarodowym. Kształt tych relacji będzie w największym stopniu zależec od przyszłych decyzji w tym zakresie podejmowanych przez nową administrację w Stanach Zjednoczonych, jak również skali potencjalnych działań retorsyjnych w reakcji na nie. Wysoka niepewność związana z przyszłym kształtem wzajemnych stosunków handlowych pomiędzy największymi gospodarkami mogłaby wpłynac na decyzje inwestycyjne podmiotów gospodarczych, co ograniczałoby oczekiwane ożywienie aktywności ekonomicznej w krajach strefy euro. W przypadku materializacji powyższych ryzyk, w tym dłuższego okresu stagnacji w gospodarce niemieckiej, obniżeniu uległaby również przyszła ścieżka PKB w Polsce, w tym zwłaszcza eksportu i inwestycji. Z drugiej strony, poprawa sytuacji geopolitycznej, w tym zakończenie agresji Rosji przeciw Ukrainie, wpłynęłaby na silniejszą poprawę nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w strefie euro. Pozytywnie na kształtowanie się sentymentu w Europie oddziaływałoby również osiągnięcie korzystnych porozumień w stosunkach handlowych pomiędzy głównymi gospodarkami. Spadek niepewności w najbliższym otoczeniu krajowej gospodarki wpłynąłby na wzrost wydatków na konsumpcję i inwestycje przyczyniac się również do szybszego niż założono w scenariuszu centralnym projekcji tempa ożywienia gospodarczego i wyższej ścieżki inflacji w Polsce.

Ceny surowców energetycznych i rolnych

Źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają również zmiany cen surowców energetycznych i rolnych na globalnych rynkach. Ceny ropy naftowej i innych surowców energetycznych

mogą podlegac istotnym wahaniom nie tylko z powodu zmian popytu, ale również ze względu na działania podejmowane przez głównych producentów. Istotne źródło ryzyka dla kształtowania się przyszłych cen surowców energetycznych związane jest także z przebiegiem konfliktów zbrojnych na świecie, przede wszystkim z udziałem krajów będących ważnymi producentami węglowodorów. Ryzyko wyraźnego odchylenia warunków pogodowych względem wieloletniej średniej w Polsce i w krajach będących istotnymi producentami żywności stanowi dodatkowe istotne źródło niepewności dla kształtowania się ich cen i ścieżki inflacji w horyzoncie projekcji.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2024				2025				2026				2027				2024	2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,8	2,5	4,5	4,8	5,4	5,2	4,1	4,8	4,0	3,8	3,1	2,5	2,8	2,6	2,4	2,2	3,6	4,9	3,4	2,5
Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	5,4	3,8	3,9	4,1	4,0	4,1	4,0	3,9	3,9	3,7	3,4	3,3	3,2	3,0	2,7	2,5	4,3	4,0	3,6	2,8
Ceny żywności (% r/r)	2,6	2,0	4,0	4,8	6,4	5,7	4,4	3,9	3,7	3,7	3,5	3,2	3,0	2,7	2,3	1,9	3,3	5,1	3,5	2,5
Ceny energii (% r/r)	-4,1	-0,8	6,8	6,6	8,2	8,0	4,0	9,3	4,9	4,3	1,7	-0,8	1,6	1,4	1,6	1,5	2,0	7,4	2,5	1,5
PKB (% r/r)	2,1	3,2	2,7	3,2	3,5	3,4	3,9	4,1	3,7	3,1	2,9	2,0	2,1	2,3	2,1	2,7	2,9	3,7	2,9	2,3
Popyt krajowy (% r/r)	2,3	4,8	4,4	4,8	5,4	4,8	5,9	5,9	4,9	3,6	2,9	1,1	1,3	1,4	1,1	2,0	4,1	5,5	3,1	1,4
 Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	4,4	4,6	0,3	3,5	3,4	2,9	3,9	3,2	3,3	3,0	2,9	2,8	2,6	2,6	2,4	2,2	3,1	3,2	3,0	2,5
 Spożycie publiczne (% r/r)	9,4	11,5	4,5	3,0	2,0	3,1	5,4	5,2	3,9	4,2	3,2	2,2	3,2	3,4	3,2	3,4	6,7	4,2	3,4	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	1,9	3,2	0,1	1,3	6,4	5,9	10,8	10,0	10,6	6,2	4,5	-0,5	-3,3	-3,2	-4,5	-0,1	1,5	8,3	5,1	-2,8
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,0	-1,3	-1,5	-1,3	-1,6	-1,1	-1,6	-1,5	-1,0	-0,3	0,2	1,0	0,9	1,0	1,1	0,8	-1,0	-1,4	0,0	0,9
 Eksport (% r/r)	2,1	2,9	-0,7	0,5	1,5	1,8	2,3	2,8	3,3	3,7	3,9	4,2	4,1	4,2	4,3	4,1	1,2	2,1	3,8	4,2
 Import (% r/r)	2,3	5,7	1,9	3,3	4,7	4,0	5,8	6,0	5,6	4,6	4,0	2,7	2,9	2,8	2,6	3,0	3,3	5,0	4,2	2,8
Wynagrodzenia (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,4	10,1	9,0	8,6	7,9	7,4	7,3	6,7	6,1	5,8	5,4	5,0	4,9	13,7	8,9	6,9	5,3
Pracujący (% r/r)	-0,8	-0,5	0,0	-0,4	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	0,0	-0,3	-0,5
Stopa bezrobocia (%)	2,9	2,9	3,0	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	2,9	2,7	2,8	3,0
NAWRU (%)	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,3	3,1	2,9	2,8
Stopa aktywności zawodowej (%)	58,6	58,4	58,5	58,4	58,4	58,4	58,3	58,3	58,3	58,2	58,2	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,5	58,3	58,2	58,1
Wydajność pracy (% r/r)	3,0	3,8	2,7	3,7	3,8	3,2	3,9	4,1	3,7	3,4	3,3	2,4	2,7	2,8	2,6	3,2	3,3	3,7	3,2	2,8
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	11,2	10,7	10,5	8,5	6,2	5,7	4,6	3,7	3,5	3,7	3,3	3,6	3,0	2,5	2,3	1,6	10,2	5,1	3,5	2,3
Produkt potencjalny (% r/r)	3,0	3,0	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	3,1	3,2	3,0
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,1	-0,8	-0,9	-0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	-1,2	-1,2	-1,1	-0,9	-0,2	-0,5	-1,1
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)	1,28	1,38	1,33	1,35	1,37	1,40	1,39	1,34	1,35	1,38	1,37	1,34	1,34	1,36	1,37	1,34	1,33	1,38	1,36	1,35
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)	1,44	1,64	1,65	1,65	1,83	1,95	1,86	1,72	1,78	1,75	1,67	1,58	1,61	1,56	1,49	1,44	1,60	1,84	1,69	1,53
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	2,1	1,9	1,9	2,3	2,5	2,5	2,6	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	2,1	2,4	2,0	2,0
PKB za granicą (% r/r)	0,6	0,7	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	0,8	1,0	1,2	1,2
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	1,6	1,3	0,5	0,1	-0,3	-0,4	-0,7	-1,1	-1,3	-1,4	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,5	-0,2	0,1	-1,1	-1,1	-0,2
WIBOR 3M (%)	5,86	5,86	5,86	5,85	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,86	5,87	5,87	5,87

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

Dla większości zmiennych wartości do IV kw. 2024 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są 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, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2024 – styczeń 2025 r.

■ Data: 2 października 2024 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 6 listopada 2024 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 3 grudnia 2024 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2024 zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości Narodowego Banku Polskiego, wzoru bilansu, rachunku zysków i strat oraz zawartości informacji dodatkowej.

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 2024 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2024 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2025.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: L. Kotecki
J.B. Tyrowicz

■ Data: 4 grudnia 2024 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 16 stycznia 2025 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

nbp.pl

