

Zagranica w makro-pigułce

	2024	2025	2026	Komentarz
USA				
- realny PKB (%)	2,8	2,2	2,4	Amerykańska gospodarka nadal pozytywnie zaskakuje. Wzrost PKB w 3q25 zrewidowano w górę do 4,4% q/q saar z 4,3% q/q saar, a dwa ostatnie kwartały należały do najlepszych od wybuchu pandemii. Ożywienie napędzają konsumpcja prywatna, wydatki publiczne oraz eksport. Deficyt handlowy USA w 2h25 obniżył się dzięki wzrostowi eksportu (m.in. złota) oraz spadkowi importu, co było efektem ceł. Rynek pracy wyraźnie osłabł, jednak czarne scenariusze się nie materializują, a stopa bezrobocia pozostaje stabilna. Inflacja nadal jest podwyższona (2,7% r/r w grudniu), głównie z powodu ceł, przy jednoczesnym spadku inflacji usługowej.
- inflacja CPI (%)	3,0	2,7	2,7	
Strefa euro				
- realny PKB (%)	0,9	1,4	1,2	Dynamika PKB w 4q25 spowolniła do 1,3% r/r z 1,4% r/r w 3q25, ale okazała się nieco wyższa od oczekiwań. Rok 2026 powinien przynieść ożywienie gospodarcze, choć paradoksalnie wzrost PKB będzie niższy niż w 2025, ze względu na efekt wysokiej bazy z 1h25 (podwyższony eksport do USA przed wejściem w życie wyższych ceł). Głównym źródłem ożywienia będzie cykliczna poprawa nastrojów, wspierana przez wydatki na obronność i stymulację fiskalną w Niemczech. Inflacja pozostaje niska (1,7% r/r w styczniu), a ryzyko jej dalszego spadku rośnie w związku z tanim importem z Chin oraz umocnieniem euro. EBC zakończył cykl obniżek stóp i ocenia obecny poziom stóp jako odpowiedni.
- inflacja HICP (%)	2,4	2,1	1,8	
Chiny				
- realny PKB (%)	5,0	5,0	4,5	W 2025 Chiny oficjalnie zrealizowały cel wzrostu PKB na poziomie 5,0%. Pozytywnie wyróżniała się odporność na amerykańskie cła – nadwyżka w handlu towarami wzrosła w 2025 o 20%. Jednocześnie gospodarce stale ciążył słaby popyt krajowy: inwestycje spadały, a konsumpcja wyraźnie słabła. W 2026 tendencje te powinny się utrzymać, przy czym „handlowy dopalacz” może wygasać, co przełoży się na niższy wzrost PKB. Chiny pozostają eksporterem deflacji, choć ogólne perspektywy inflacyjne nieco się poprawiły.
- inflacja CPI (%)	0,2	0,1	0,7	

Polska w makro-pigułce

	2024	2025	2026	Komentarz
Sfera realna				
- realny PKB (%)	3,0	3,6	3,7	Wzrost gospodarczy w 2025 wyniósł 3,6%, co wskazuje na przyspieszenie dynamiki PKB w 4q25 do 3,9-4,2% r/r z 3,8% r/r w 3q25. Głównym motorem ożywienia w 2025 była konsumpcja prywatna (3,7%), podczas gdy inwestycje rosły, ale nieco słabiej od naszych oczekiwań (4,2%). W 2026 oczekujemy dalszego przyspieszenia wzrostu PKB do 3,7-4,0%, przy względnie stabilnej dynamice konsumpcji prywatnej (3,4%) oraz wyraźnym odbiciu inwestycji (12,0%). Kluczowe znaczenie dla wzrostu inwestycji będą miały środki unijne, których przyspieszone wydatkowanie obserwujemy od 2h25, oraz nakłady zbrojeniowe. Inwestycje prywatne również będą rosły, głównie dzięki nakładom na maszyny, w ramach automatyzacji. Wkład eksportu netto w 2026 pozostanie ujemny (szybszy wzrost importu niż eksportu).
Procesy inflacyjne				
- inflacja CPI (%)	3,6	3,6	1,8	Oczekujemy, że początek 2026 przyniesie głębszy od oczekiwań spadek inflacji poniżej 2,0% r/r z 2,4% r/r w grudniu. Głównymi deflacyjnymi czynnikami są żywność, mocny złoty, niskie ceny ropy i stopniowo hamująca inflacja bazowa. Inflacja CPI będzie przez cały rok pozostawać niższa bądź zbliżona do 2,0% r/r, przy czym w 2h26 może być minimalnie wyższa niż w 1h26. Wyższa niż zazwyczaj jest niepewność w związku z coroczną rewizją koszyka inflacyjnego i wdrożeniem nowej klasyfikacji towarów i usług (w pełni będą uwzględnione dopiero w danych za luty).
Agregaty monetarne				
- kredyty/depozyty (%)	5,0/9,7	5,0/9,2	6,9/5,8	Końcówka 2025 przyniosła solidne przyspieszenie kredytów dla gosp. dom. i przedsiębiorstw oraz hamowanie wzrostu depozytów, co odzwierciedla dokonane przez NBP obniżki stóp proc. Te tendencje nasilą się naszym zdaniem w 2026.
Równowaga zewnętrzna				
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,3	-0,5	-1,5	2025 zakończy się prawdopodobnie niższym deficytem niż wcześniej zakładaliśmy (bliżej 0,5% PKB niż 1,0% PKB). Kierunek zmian w 2026 pozostaje jednak w mocy – deficyt wzrośnie za sprawą nieco głębszego deficytu towarowego i na rachunkach dochodów oraz zmniejszenia nadwyżki usługowej.
Polityka fiskalna				
- saldo fiskalne (% PKB)	-6,5	-6,9	-6,5	Oczekujemy deficytu zbliżonego do 7% PKB w 2025 i niewielkiej konsolidacji fiskalnej do 6,5% PKB w 2026. Relacja długu do PKB na koniec 2026 wzrośnie do 66-67% z ok. 60% na koniec 2025.
Polityka pieniężna				
- stopa referencyjna NBP (%)	5,75	4,00	3,50	Przewidujemy, że po 2-miesięcznej przerwie RPP zdecyduje się w marcu na wznowienie obniżek stóp procentowych. Zachęca do tego trwały spadek inflacji do celu przy osłabieniu fundamentalnej presji na wzrost cen. Nadal zakładamy, że docelowo stopa referencyjna spadnie do 3,50%, z bilansem ryzyka przesuniętym asymetrycznie w stronę niższych poziomów.

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Fed, MFW, PKO Bank Polski.

Region EŚW w makro-pigułce

	2024	2025	2026	Komentarz
Czechy				
- realny PKB (%)	1,1	2,5	2,7	W 2025 czeska gospodarka wzrosła o 2,5%, tylko nieznacznie szybciej od naszych oczekiwań. Aktywność była napędzana przede wszystkim przez popyt wewnętrzny, ale dokładna struktura wzrostu nie jest jeszcze znana. W 2026 oczekujemy dynamiki PKB w okolicy 2,7%, co oznacza rewizję w górę naszej wcześniejszej prognozy, która uwzględnia impuls związany z poluzowaniem polityki fiskalnej, który będzie wspierać konsumpcję i inwestycje. Przyspieszenie wzrostu PKB będzie również napędzane przez oczekiwane ożywienie gospodarcze w otoczeniu zewnętrznym – w tym kontekście CNB zakłada, że wkład eksportu netto stanie się bliski neutralnego. Inflacja na początku roku spadła do 1,6% r/r z 2,1% r/r w grudniu. Głównym czynnikiem dezinflacji były ceny energii – roczny spadek cen w tej kategorii pogłębił się do 7,9% r/r z 4,2% r/r w grudniu. W ujęciu miesięcznym ceny spadły o 3,7%, co w dużej mierze odzwierciedlało zniesienie opłaty związanej z OZE. Dokonaliśmy niewielkiej rewizji w dół prognozy inflacji – oczekujemy, że średnio w 2026 wyniesie 1,7%, a największy dezinflacyjny wpływ będą miały ceny żywności oraz ceny regulowane. W scenariuszu bazowym zakładamy, że stopy procentowe CNB pozostaną bez zmian do końca roku, w warunkach gdy inflacja bazowa będzie powyżej celu w całym roku. Dostrzegamy jednak niezerowe prawdopodobieństwo, że do wznowienia obniżek mogłoby dojść w 2h26, przy czym przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej pozostaje ograniczona (jest miejsce tylko na fine-tuning).
- inflacja CPI (%)	2,4	2,5	1,7	
Węgry				
- realny PKB (%)	0,5	0,4	2,4	Całoroczny wzrost PKB na Węgrzech za 2025 wyniósł 0,4%, co oznacza wynik niższy od naszych oczekiwań oraz prognozy MNB. Po stronie podażowej głównym motorem wzrostu były usługi, przemysł stanowił natomiast największy hamulec dla aktywności gospodarczej. 2026 powinien przynieść poprawę w przemyśle w związku z rozpoczęciem działalności nowych zakładów produkcyjnych chińskich firm motoryzacyjnych. Oczekujemy, że w 2026 wzrost węgierskiej gospodarki przyspieszy do 2,4% - motorem wzrostu pozostanie konsumpcja, a inwestycje zwiększą się naszym zdaniem o ok. 1%, po spadku w 2025. Wkład eksportu netto do wzrostu najpewniej pozostanie ujemny. Kluczowy dla średnioterminowych perspektyw wzrostu będzie wynik wyborów parlamentarnych, które odbędą się 12 kwietnia. Ewentualna wygrana partii TISZA może wiązać się z poprawą relacji z UE i odblokowaniem funduszy unijnych, co będzie wspierać inwestycje. Na początku roku inflacja na Węgrzech spadnie poniżej celu MNB (3,0%), jednak w dalszej części roku wzrośnie i znajdzie się w przedziale 3-4%. Oczekujemy, że średnia inflacja w 2026 wyniesie 3,3%, wobec 4,5% w 2025, przy nieco wyższej inflacji bazowej. Spadek inflacji w połączeniu z jej korzystnymi perspektywami stworzy przestrzeń do obniżki stóp procentowych w 1q26 i kolejnych ruchów w 2q26, co sprowadzi stopę banku centralnego do 6,0% na koniec roku.
- inflacja CPI (%)	3,7	4,4	3,3	
Rumunia				
- realny PKB (%)	0,9	0,9	1,5	Po uwzględnieniu danych o wzroście PKB za 3q25 (1,6% r/r w cenach stałych z poprzedniego roku), zrewidowaliśmy w górę prognozę wzrostu w 2025, do 0,9%. W 2026 oczekujemy, że PKB wzrośnie o 1,5%. Rumunia jest jedynym państwem regionu, gdzie spodziewamy się spadku konsumpcji w bieżącym roku. Jednocześnie dynamika inwestycji najpewniej podwoi się względem 2025 i może przekroczyć 5%. W trakcie roku słaby popyt krajowy sprawi, że wkład eksportu netto do wzrostu stanie się dodatni. W 1h26 inflacja w Rumunii nadal będzie zbliżona do 9% r/r, jednak pod koniec roku obniży się do 3,7% r/r przy efekcie wysokiej bazy statystycznej. Inflacja średnioroczna w 2026 wyniesie 6,7% i będzie wyraźnie wyższa niż w innych państwach regionu. Dopiero poprawa perspektyw inflacyjnych mogłaby naszym zdaniem skłonić bank centralny do obniżek stóp procentowych. W trakcie roku oczekujemy trzech ruchów, które sprowadzą stopę banku centralnego do 5,75%.
- inflacja CPI (%)	5,6	7,3	6,7	

Źródło: Eurostat, INSSE, CZSO, KSH, PKO Bank Polski.

Monitor banków centralnych regionu EŚW

	Wybrane wypowiedzi [^]
Czechy - CNB	„Nie dyskutowaliśmy o znaczącym obniżeniu stóp. Mówiliśmy jedynie o niewielkim dostrojeniu (fine-tuningu) cyklu obniżek stóp.” – Prezes A.Michl (05.02.2026, Bloomberg)
Węgry - MNB	„Noworoczna zmiana cenników będzie ściśle monitorowana, ponieważ ma ona istotny wpływ na prognozy inflacji” Prezes M.Varga (27.01.2026, Bloomberg)
Rumunia - NBR	„Obniżanie stóp procentowych teraz nie pomogłoby nikomu; nawet dyskusowanie o tym nic nie daje. Nie popełnimy tego błędu. Być może wiosną lub latem przyszłego roku będziemy mogli wrócić do tego tematu z większym optymizmem.” Prezes M.Isărescu (14.11.2025, Think ING)

[^]Wypowiedzi zmienione w tym Makro Nawigatorze zostały wyróżnione pogrubioną czcionką, tłumaczenia PKO BP.

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	Ostatnia zmiana	Kolejne posiedzenie	Prognoza PKO na kolejne posiedzenie	Prognoza PKO na koniec 2026	Komentarz
USA						
Stopa fed funds	3,50-3,75	-25pb (grudzień 2025)	18-mar	3,50-3,75	2,75-3,00	Fed w styczniu zgodnie z oczekiwaniami utrzymał stopy bez zmian (3,50–3,75%). FOMC sygnalizował większy optymizm: poprawiły się perspektywy gospodarcze, a obawy o bezrobocie i inflację osłabły. W efekcie bilans ryzyka dla inflacji i zatrudnienia stał się bardziej zrównoważony, co sugeruje stabilizację stóp w krótkim okresie. Oczekujemy jednak, że Fed dokona w tym roku trzech obniżek po 25pb, z czego pierwsza może mieć miejsce w czerwcu. Od czerwca pracom FOMC ma przewodniczyć K.Warsh (decyzja D.Trumpa), który w ostatnim czasie opowiadał się za dalszymi obniżkami stóp.
Japonia						
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	0,75	+25pb (grudzień 2025)	19-mar	0,75	1,00	Po pierwszej od prawie roku podwyżce stóp w grudniu 2025, w styczniu BoJ zdecydował się na pauzę, zgodnie z oczekiwaniami. Decyzja miała jastrzębi wydzwięk, że względu na podwyższenie prognozy inflacji i 1 głos za natychmiastową podwyżką stóp. Uważamy, że do kolejnego ruchu stóp BoJ w górę dojdzie najwcześniej w 2h26.
Strefa euro						
Stopa refinansowa*	2,15	-25pb (czerwiec 2025)	19-mar	2,15	2,15	EBC w lutym powtórzył, że parametry polityki pieniężnej są odpowiednie, a ryzyko dla inflacji pozostaje zrównoważone (w dół oddziałuje: umocnienie EUR i chiński import, w górę wpływ wydatków na infrastrukturę i obronność oraz uporczywość inflacji usługowej). EBC nie widzi tym samym powodu do zmian – my również uważamy, że stopy EBC pozostaną stabilne.
Stopa depozytowa	2,00			2,00	2,00	
Wielka Brytania						
Stopa bazowa	3,75	-25pb (grudzień 2025)	19-mar	3,50	3,25	W styczniu BoE utrzymał stopę bazową bez zmian (3,75%), przy dużych podziałach w Radzie (5 głosów przeciw; 4 za obniżką o 25pb, odwrotnie niż w grudniu 2025 kiedy przegłosowano obniżkę). Oczekujemy dalszych obniżek stóp, a do kolejnej może dojść już w marcu – po tym jak dane potwierdzą dalsze hamowanie inflacji i osłabienie kondycji rynku pracy.
Szwajcaria						
Stopa bazowa	0,00	-25pb (czerwiec 2025)	19-mar	0,00	0,00	SNB utrzymuje zerowe stopy procentowe, choć prezes M.Schlegel jasno wskazuje, że bank nie jest zadowolony z obecnej zbyt niskiej inflacji (zbliżonej do 0% r/r). Jednocześnie powtórzył, że choć bank jest przygotowany do powrotu do ujemnych stóp, to poprzeczka jest wysoko postawiona.
Szwecja						
Stopa refinansowa	1,75	-25pb (wrzesień 2025)	19-mar	1,75	1,75	Riksbank utrzymuje bez zmian stopy procentowe i nie zmienia <i>forward guidance</i> – stabilizacja stóp ma trwać przez dłuższy czas. Aktywność gospodarcza stopniowo poprawia się. Inflacja CPIF obniżyła się w okolice celu (2,0%) i w ciągu 2026 ma dalej spadać, po czym w 2027 ma nieznacznie wzrosnąć.
Norwegia						
Stopa bazowa	4,00	-25pb (wrzesień 2025)	26-mar	4,00	3,50	Norges Bank podtrzymuje dotychczasową politykę pieniężną – utrzymuje stopy bez zmian i sygnalizuje możliwość łagodzenia polityki pieniężnej w dalszej części roku, m.in. za sprawą oznak schłodzenia koniunktury.
Czechy						
Stopa refinansowa	3,50	-25pb (maj 2025)	19-mar	3,50	3,50	CNB utrzymuje restrykcyjną politykę pieniężną. Niską inflację przypisuje czynnikom niebazowym, mimo proinflacyjnych impulsów krajowych (polityka fiskalna, presja płacowa). Podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp.
Węgry						
Stopa bazowa	6,50	-25pb (wrzesień 2024)	24-lut	6,50	6,00	MNB utrzymuje stopy procentowe bez zmian, mimo złagodzenia w grudniu <i>forward guidance</i> , w którym sygnalizował możliwość obniżek stóp. Oczekujemy, że bank może zdecydować się na ten ruch w marcu i jeszcze jeden ruch do końca roku (o 25pb).
Rumunia						
Stopa bazowa	6,50	-25pb (sierpień 2024)	17-lut	6,50	5,75	NBR utrzymuje restrykcyjną politykę pieniężną. Ostrożne obniżki stóp będą możliwe wg nas dopiero w 2q26, gdy bliska będzie perspektywa spadku inflacji. Istotne pozostaje utrzymanie równowagi finansowej w trakcie konsolidacji fiskalnej.
Turcja						
Stopa repo	37,00	-100pb (styczeń 2026)	12-mar	35,50	24,00	Trwa cykl obniżek stóp. W styczniu Bank Turcji obniżył stopy o 100pb, po wcześniejszym ruchu o 150pb. Przyczyną ostrożności są obawy, że spadek inflacji nie będzie tak głęboki i szybki jak wcześniej sądzono, co generuje ryzyko, że również kolejne obniżki stóp mogą być płytsze lub późniejsze.

Źródło: Banki centralne, Reuters, PKO Bank Polski. ^koniec okresu. *od 18 września 2024 obowiązuje [obniżony](#) spread między stopą depozytową a refinansową z 50pb do 15pb.

Monitor RPP

Członkowie RPP	Jastrzębiomierz*	Wybrane wypowiedzi^
J.Tyrowicz	4,9	„Nie ma teraz przestrzeni do kolejnej obniżki stóp procentowych. (...) Mamy fajny odczyt inflacji, z czego powinniśmy się cieszyć, ale to jest średnia ważona z cen, które są cały czas bardzo daleko od tego, co byśmy nazwali stabilnością. W mojej ocenie powinna być jednak nieco restrykcyjna polityka pieniężna z uwagi na bardzo dużą skalę stymulacji fiskalnej i przyspieszenie wzrostu gospodarczego.” (19.01.2026, TOK FM)
I.Dąbrowski	3,2	„Istnieje 50-procentowe prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w Polsce na styczniowym posiedzeniu. Spodziewam się długiej dyskusji na temat obniżek stóp procentowych podczas posiedzenia zaplanowanego na 13-14 stycznia. Do samego końca może nie być jasne, jaka będzie decyzja.” (8.01.2026, PAP Biznes)
I.Duda	3,2	„Obecnie sytuacja pod względem inflacji jest na tyle korzystna, że oba scenariusze – obniżka stóp w lutym lub marcu – wydają mi się prawdopodobne. (...) Niska inflacja jest faktem i wszystko wskazuje na to, że spowolnienie wzrostu cen, które obserwujemy, będzie długotrwałe” (23.01.2026, Bloomberg za PAP Biznes)
G.Masłowska	2,9	„Myślę, że bezpieczniej jest dokonywać obniżek stóp procentowych w mniejszej skali, ale dzięki temu można robić to częściej. Takie rozwiązanie jest według mnie bardziej bezpieczne. W bieżącym roku widzę możliwość kolejnego dostosowania stóp, choć wydaje się, że nie więcej niż jeden raz.” (12.09.2025, PAP Biznes)
H.Wnorowski	2,7	„Jeżeli napływające dane będą zgodne z zaprezentowanymi w naszych projekcjach i nie wydarzy się nic nadzwyczajnego, prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w marcu wydaje się dość wysokie. Jednak do kolejnego posiedzenia pozostały jeszcze cztery tygodnie, więc nie można tego stwierdzić z całą pewnością.” (6.02.2026, Reuters, tłumaczenie własne PKO BP)
W.Janczyk	2,6	„Wydaje się, że uprawnione jest myślenie o jeszcze jednej obniżce stóp w najbliższym czasie w tym roku.” (08.09.2025, PAP Biznes)
A.Głapiński	2,6	„Moim zdaniem (...) jeśli nasza projekcja nie pokaże nic niepokojącego, nic tego nie zapowiada (...), jeśli nie nastąpią żadne niespodziewane wydarzenia zewnętrzne (...), to w moim przekonaniu odpowiedź brzmi - tak” - powiedział Głapiński, (odpowiedź na pytanie, czy możliwa jest obniżka stóp proc. w marcu.” (5.02.2026, Konferencja po posiedzeniu RPP, za PAP)
P.Litwiniuk	2,5	„Jeżeli otoczenie gospodarki i jej parametry nie odchylą się znacząco, to minimalna przestrzeń do korekty w dół istnieje, myślę tutaj przynajmniej o kwartale. (...) Ale byłbym bardzo ostrożny, bo poziom inflacji może się odchylić w górę” (10.12.2025, RMF FM za PAP)
L.Kotecki	1,9	„Bezpiecznie, ostrożnie i odpowiedzialnie możemy zacząć myśleć o zakończeniu obniżek stóp procentowych na poziomie 3,50%-3,75%. Zatem, moim zdaniem, nadal możemy myśleć o co najmniej jednej obniżce, a być może nawet o dwóch.” (6.02.2026, Reuters, tłumaczenie własne PKO BP)
Marcin Zarzecki		„Powrót do obniżek stóp procentowych powinien nastąpić tylko wtedy, gdy nowa projekcja jednoznacznie potwierdzi, że proces dezinflacji jest trwały. (...) Przedwczesne i ryzykowne byłoby wnioskowanie na tym etapie, że przerwa może zakończyć się w lutym. (21.01.2026, Bloomberg za PAP Biznes)

*Uszeregowanie dokonane na podstawie wyników ankiety PAP wśród ekonomistów bankowych (skala 1-5, gdzie 1 to skrajnie „gołębie” poglądy, a 5 to skrajnie „jastrzębie” poglądy). ^wypowiedzi zmienione w tym MakroNawigatorze zostały wyróżnione pogrubioną czcionką.

Stopy procentowe - prognozy PKO vs oczekiwania rynkowe

		1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M
Data	09-lut	09-mar	09-kwi	09-maj	09-cze	09-lip	09-sie	09-wrz	09-paź	09-lis
WIBOR 3M/FRA†	3,88	3,79	3,64	3,49	3,45	3,41	3,38	3,41	3,41	3,38
Implikowana zmiana (pb)		-0,09	-0,24	-0,39	-0,43	-0,47	-0,50	-0,47	-0,47	-0,50
Posiedzenie RPP	4-lut	4-mar	9-kwi	6-maj	10-cze	8-lip	-	2-wrz	7-paź	4-lis
Prognoza PKO*	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Wycena rynkowa^		3,91	3,76	3,61	3,57	3,53	3,50	3,53	3,53	3,50

† WIBOR 3M na ostatnim fixingu, transakcje FRA oparte na stawce WIBOR 3M za kolejne okresy, *prognoza PKO stopy referencyjnej NBP, ^ zakładając zmienny w cyklach spread do stopy referencyjnej.

Krajowe wskaźniki makroekonomiczne – prognozy kwartalne i roczne

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	2023	2024	2025	2026
Aktywność ekonomiczna										
Realny PKB (% r/r)	3,2	3,3	3,8	3,9	3,7	3,7	0,2	3,0	3,6	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	4,3	4,1	3,7	3,9	4,1	4,4	-3,0	4,5	4,0	4,5
Konsumpcja prywatna (% r/r)	2,6	4,5	3,5	4,2	3,5	3,0	-0,3	2,9	3,7	3,4
Nakłady brutto na śr. trwałe (% r/r)	6,4	-0,7	7,1	4,2	8,6	13,7	12,7	-0,9	4,2	12,0
Zapasy (pp)	1,4	1,0	-1,0	-0,7	-0,2	-0,3	-4,6	1,0	0,1	-0,3
Eksport netto (pp)	-0,8	-0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,5	2,6	-1,2	-0,3	-0,7
Produkcja przemysłowa^ (% r/r)	-0,1	1,6	3,9	3,0	4,9	3,8	-2,1	1,1	2,1	3,5
Produkcja budowlana^ (% r/r)	0,8	-1,5	-1,9	3,1	1,5	7,7	4,8	-7,7	0,3	4,1
Sprzedaż detaliczna^ (realnie, % r/r)	1,3	4,7	4,7	4,6	4,7	4,1	-3,2	3,2	3,9	3,6
Nominalny PKB (mld PLN)	893,2	928,3	970,6	1093,7	949,0	987,6	3415	3653	3886	4143
Rynek pracy										
Stopa bezrobocia rejestrowanego ‡(%)	5,4	5,1	5,6	5,7	6,0	5,5	5,1	5,1	5,7	5,6
Zatrudnienie – przedsiębiorstwa (% r/r)	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,4	-0,3	0,3	-0,4	-0,8	-0,1
Płace – przedsiębiorstwa (% r/r)	8,3	8,9	7,4	7,4	7,0	6,7	11,9	11,2	8,0	6,7
Ceny^										
Inflacja CPI (% r/r)	4,9	4,1	3,0	2,5	1,7	2,0	11,4	3,6	3,6	1,8
Inflacja bazowa (% r/r)	3,6	3,4	3,2	2,8	2,4	2,3	10,1	4,3	3,3	2,3
15% średnia obciążenia (% r/r)	4,5	x	3,0	2,5	x	x	x	x	x	x
Inflacja PPI (% r/r)	-1,1	-1,6	-1,4	-2,4	-2,3	-1,6	2,6	-6,7	-1,6	-1,0
Agregaty monetarne‡										
Podaż pieniądza, M3 (mld PLN)	2515,7	2585,8	2642,7	2737,7	2777,4	2828,1	2268,2	2479,8	2737,7	2961,5
Podaż pieniądza, M3 (% r/r)	10,3	10,5	11,1	10,4	10,4	9,4	8,5	9,3	10,4	8,2
Realna podaż pieniądza, M3 (% r/r)	5,1	6,2	7,9	7,7	8,6	7,3	-2,6	5,5	6,5	6,3
Kredyty, ogółem (mld PLN)	1516,4	1537,5	1552,7	1575,3	1597,9	1634,3	1428,1	1499,6	1575,3	1683,7
Kredyty, ogółem (% r/r)	5,1	4,5	4,6	5,0	5,4	6,3	-0,1	5,0	5,0	6,9
Depozyty, ogółem (mld PLN)	2346,3	2421,8	2415,3	2474,1	2470,8	2503,3	2065,3	2266,0	2474,1	2617,4
Depozyty, ogółem (% r/r)	11,3	12,7	10,0	9,2	5,3	3,4	9,3	9,7	9,2	5,8
Bilans płatniczy										
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,4	-0,7	-0,8	-0,5	-0,6	-0,9	1,6	0,3	-0,5	-1,5
Saldo handlowe (% PKB)	-1,2	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,4	0,6	-0,7	-1,4	-1,7
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,5	1,4	1,2	1,7	1,4	1,5	2,9	1,1	1,7	1,8
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB)	-6,8	-7,0	-7,0	-6,9	-7,3	-7,0	-5,2	-6,5	-6,9	-6,5
Dług publiczny (% PKB)	57,3	58,1	58,1	59,6	61,5	63,3	49,5	55,1	59,6	66,3
Polityka pieniężna ‡										
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,50	5,75	5,75	4,00	3,50
Stopa lombardowa NBP (%)	6,25	5,75	5,25	4,50	4,25	4,00	6,25	6,25	4,50	4,00
Stopa depozytowa NBP (%)	5,25	4,75	4,25	3,50	3,25	3,00	5,25	5,25	3,50	3,00
WIBOR 3M* (%)	5,84	5,23	4,72	3,99	3,65	3,57	5,88	5,84	3,99	3,57

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski

* prognozy BSR

^ średnie dla okresu dla danych kwartalnych i rocznych

‡ wartości na koniec okresu

Rynki finansowe – prognozy kwartalne i roczne

	Bieżący poziom	Prognoza PKO na 1q26	Prognoza PKO na koniec 2026	Komentarz
EURUSD	1,19	1,19	1,19	W 1q26 oczekujemy osłabienia dolara względem euro, wynikającego ze wzrostu rynkowych oczekiwań na głębsze obniżki stóp procentowych w USA względem obecnych wycen. Przy zakładanej przez nas stabilizacji stóp procentowych EBC doprowadzi to do zmniejszenia wycenianej różnicy w oprocentowaniu pomiędzy USA a strefą euro. W naszej ocenie podstawą dla tych oczekiwań będzie pogarszająca się kondycja amerykańskiego rynku pracy oraz zmiany personalne w składzie FOMC, w tym prezesa Fed, które mogą skłonić rynek do dyskontowania bardziej gołębiego nastawienia.
EURPLN	4,21	4,20	4,25	W 1q26 zakładamy niewielkie umocnienie złotego względem euro. Wsparciem dla PLN pozostaną solidne fundamenty krajowej gospodarki, w tym przyspieszenie wzrostu PKB, a także korzystne dla walut rynków wschodzących otoczenie zewnętrzne, w szczególności globalnie słabszy dolar. Czynniki te będą jednak w dużej mierze równoważone przez postępującą kompresję dyferencjału stóp procentowych pomiędzy Polską a rynkami bazowymi, zwłaszcza w relacji do strefy euro. W efekcie spadnie według naszej oceny atrakcyjność złotego dla strategii <i>carry trade</i> .
Rentowność obligacji 5Y PLN	4,34%	4,50%	4,10%	W najbliższych kwartałach zakładamy utrzymanie tendencji spadkowej rentowności 5-letnich obligacji. Taki scenariusz jest spójny z oczekiwanym przez nas cyklem obniżek stóp procentowych NBP. Jednocześnie skalę dalszego spadku rentowności może ograniczać podwyższona podaż papierów na rynku pierwotnym.

	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2027	2028	długi termin*
Stopy procentowe:									
St. referencyjna NBP	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,00	3,00
WIBOR 1M	4,04	3,81	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,06	3,06
WIBOR 3M	3,99	3,65	3,57	3,57	3,57	3,57	3,56	3,05	3,10
WIBOR 6M	3,87	3,63	3,58	3,58	3,58	3,58	3,45	3,07	3,12
WIBOR 12M	3,87	3,62	3,59	3,59	3,59	3,59	3,29	3,08	3,13
WIBID 1M	3,84	3,61	3,36	3,36	3,36	3,36	3,36	2,86	2,86
WIBID 3M	3,79	3,45	3,37	3,37	3,37	3,37	3,36	2,85	2,90
WIBID 6M	3,67	3,43	3,38	3,38	3,38	3,38	3,25	2,87	2,92
WIBID 12M	3,67	3,42	3,39	3,39	3,39	3,39	3,09	2,88	2,93
Główna stopa Fed	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	2,50	2,50
SOFR USD 1M	3,79	3,60	3,35	3,10	2,85	2,85	2,85	2,35	2,35
SOFR USD 3M	4,01	3,66	3,41	3,15	2,89	2,89	2,89	2,38	2,38
SOFR USD 6M	4,20	3,56	3,30	3,04	2,91	2,91	2,78	2,40	2,40
St. depozytowa EBC	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
St. refinansowa EBC#	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
EURIBOR 1M	1,94	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92
EURIBOR 3M	2,03	2,08	2,08	2,08	2,08	2,08	2,08	2,08	2,08
EURIBOR 6M	2,11	2,12	2,12	2,12	2,12	2,12	2,12	2,12	2,12
Cel SNB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,50
SARON CHF 1M	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,45
SARON CHF 3M	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,45
SARON CHF 6M	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,46
Kursy walutowe:									
EURPLN	4,23	4,20	4,21	4,23	4,25	4,25	4,26	4,26	4,26
USDPLN	3,60	3,53	3,48	3,53	3,57	3,60	3,64	3,70	3,70
CHFPLN	4,54	4,47	4,43	4,41	4,38	4,34	4,26	4,26	4,26
GBPPLN	4,84	4,80	4,77	4,76	4,79	4,79	4,73	4,82	4,82
EURUSD	1,17	1,19	1,21	1,20	1,19	1,18	1,17	1,15	1,15
EURCHF	0,93	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98	1,00	1,00	1,00
GBPUSD	1,34	1,36	1,37	1,35	1,34	1,33	1,30	1,30	1,30

Źródło: Datastream, NBP, PKO Bank Polski
Wartości na koniec okresu. Na szarym tle prognozy PKO Banku Polskiego
* przeciętnie w długim okresie po 2028
od 18 września 2024 EBC obniżył spread między stopą depozytową a refinansową z 50pb do 15pb.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	+48 693 333 127
-------------	--	-----------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	+48 691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	+48 722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	+48 722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	+48 723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	+48 666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	+48 783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	+48 698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	+48 696 405 317
dr Sławomir Bembenik, CFA	slawomir.bembenik@pkobp.pl	
dr Mirosław Budzicki	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	+48 724 125 136
Andrzej Kiedrowicz	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	+48 722 020 635
Tomasz Niewiński	tomasz.niewinski@pkobp.pl	+48 696 406 889
Tomasz Marek	tomasz.marek@pkobp.pl	+48 785 065 512

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:
centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 @PKO_Research



Centrum
Analiz

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie. XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.