

Zagranica w makro-pigułce

	2024	2025	2026	Komentarz
USA				
- realny PKB (%)	2,8	2,1	2,4	Spowolnienie gospodarki w 4q25 było silniejsze niż wcześniej szacowano – przy ujemnym wkładzie wydatków rządowych, w związku z <i>government shutdown</i> , PKB rósł w tempie zaledwie 0,5% q/q saar wobec 4,4% q/q saar w 3q25. W całym 2025 PKB zwiększył się o 2,1%, o 0,1pp słabiej niż wskazywały wcześniejsze dane. W 1q26 ożywienie wzrostu najpewniej było niewielkie (wg Atlanta Fed do 1,3%), jednak w całym roku gospodarka powinna urosnąć silniej niż w 2025, wspierana m.in. przez status eksportera netto surowców energetycznych. Podwyższoną na początku 2026 inflację dodatkowo podbijają wyższe ceny ropy naftowej, a średnioroczna CPI w 2026 wyniesie naszym zdaniem 3,3%. Dane z rynku pracy cechuje ostatnio podwyższona zmienność, jednak najpewniej nadal znajduje się on w stagnacji.
- inflacja CPI (%)	3,0	2,7	3,3	
Strefa euro				
- realny PKB (%)	0,9	1,4	0,9	W 4q25 PKB strefy euro wzrósł o 1,2% r/r oraz 0,2% q/q, nieco słabiej niż wcześniej szacowano. Szok energetyczny wymusza rewizję w dół prognoz wzrostu gospodarczego na 2026, w rezultacie oczekiwane ożywienie gospodarcze odsuwa się w czasie, a prognozowana dynamika PKB w 2026 jest taka sama jak w 2024. Na początku 2026 inflacja znajdowała się w okolicy 2-procentowego celu EBC, a w marcu wzrost cen energii podbił ją do 2,5% r/r. Średnioroczna HICP w całym roku wyniesie wg nas 2,6%. Sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna, a bezrobocie na poziomie 6,2% jest bliskie historycznym minimum.
- inflacja HICP (%)	2,4	2,1	2,6	
Chiny				
- realny PKB (%)	5,0	5,0	4,5	Chińska gospodarka w 2025 utrzymała tempo wzrostu z poprzedniego roku, a dynamika aktywności na początku 2026 była silniejsza od oczekiwań. W 2026, jeszcze przed atakiem USA i Izraela na Iran, inflacja CPI wzrosła (do 1,3% r/r). W marcu zakończył się prawie 3,5-letni okres deflacji PPI, co może sugerować, że eksport z Chin przestaje obniżać światowy poziom cen.
- inflacja CPI (%)	0,2	0,1	1,0	

Polska w makro-pigułce

	2024	2025	2026	Komentarz
Sfera realna				
- realny PKB (%)	3,0	3,6	3,5	Silne mrozy na początku roku przejściowo obniżyły aktywność w sektorze produkcyjnym, co wg nas może obniżyć dynamikę PKB w 1q26 do ok. 3% r/r z 4,0% r/r w 4q25. Biorąc to od uwagę oraz uwzględniając negatywne skutki szoku w cenach ropy i gazu obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB w 2026 do 3,5% z 3,7%. Inwestycje wzrosną naszym zdaniem o 10,7%, a konsumpcja o 3,2% - w przypadku obu składowych rewizje prognoz były niewielkie. Nakłady na środki trwałe będą naszym zdaniem podbijane przez niezależne od koniunktury na świecie środki z KPO i SAFE. Zakumulowane w ostatnich kwartałach oszczędności umożliwią wygładzenie konsumpcji, pomimo spowolnienia wzrostu realnych dochodów.
Procesy inflacyjne				
- inflacja CPI (%)	3,6	3,6	2,8	W marcu, na skutek silnego wzrostu cen paliw (+15,4% m/m), inflacja wzrosła do 3,0% r/r, z 2,1% r/r w styczniu i lutym. Wprowadzenie rządowych działań osłonowych (cena maksymalna dla paliw, obniżka VAT i akcyzy) ograniczy skalę wzrostu cen w kolejnych miesiącach. Prognozujemy, że w 2026 średniorocznie inflacja CPI wyniesie 2,8% wobec 3,6% w 2025. Naszym zdaniem efekty drugiej rundy silnego wzrostu cen energii będą ograniczone ze względu na brak presji popytowej w gospodarce i słabszą pozycję negocjacyjną pracowników. Wzrost cen gazu nie powinien wpłynąć na inflację CPI ze względu na regulowanie rynku przez URE i bufor wynikający ze spadku kontraktów przez ostatni rok.
Agregaty monetarne				
- kredyty/depozyty (%)	5,0/9,7	5,0/9,2	6,9/5,8	Kredyty dla gospodarstw domowych kontynuują ożywienie, choć na przełomie roku obserwowaliśmy przejściowe osłabienie impetu kredytów mieszkaniowych. Kredyty dla przedsiębiorstw przyspieszają. Dynamika depozytów stopniowo słabnie.
Równowaga zewnętrzna				
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,3	-0,9	-2,1	Wyższe ceny ropy i gazu podnoszą wartość importu, a wzrost ogólnego poziomu cen podbija dynamiki eksportu i importu. Zaburzenia w łańcuchach dostaw i wzrost cen frachtu, w połączeniu ze słabszą koniunkturą w gospodarkach partnerów handlowych, działają ograniczająco na wolumeny wymiany handlowej. Łączny efekt tych dwóch czynników to pogłębienie deficytu bieżącego do 2,1% PKB w 2026.
Polityka fiskalna				
- saldo fiskalne (% PKB)	-6,4	-7,2	-6,5*	Deficyt sektora <i>general government</i> w relacji do PKB w 2025 wzrósł do 7,2% z 6,4% w 2024. Gorszy punkt startowy i koszty działań osłonowych sprawiają, że deficyt w 2026 będzie głębszy niż dotychczas zakładaliśmy.
Polityka pieniężna				
- stopa referencyjna NBP (%)	5,75	4,00	3,75	Wzrost niepewności i pewne pogorszenie perspektyw inflacji uniemożliwiają dalsze szybkie obniżki stóp procentowych. Pomimo wzrostu inflacja powinna pozostać w pasmie dopuszczalnych odchyłań od celu NBP, nie widzimy więc potrzeby podwyżek stóp procentowych (które są widoczne w wycenach rynkowych).

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Fed, MFW, PKO Bank Polski. *W trakcie rewizji.

Region EŚW w makro-pigułce

	2024	2025	2026	Komentarz
Czechy				
- realny PKB (%)	1,1	2,6	2,7	<p>W 2025 czeska gospodarka wzrosła o 2,6%, nieco silniej niż wskazał wstępny szacunek (2,5%). Wzrost w samym 4q25 wyniósł 2,6% r/r wobec 2,8% r/r w 3q25, a skala hamowania była mniejsza niż wskazał wstępny szacunek (2,4% r/r). W 2026 oczekujemy przyspieszenia dynamiki PKB do około 2,7%, m.in. za sprawą poluzowania polityki fiskalnej, co będzie wspierać konsumpcję i inwestycje. Dużym znakiem zapytania dla prognozy jest skala ożywienia gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym w warunkach toczącej się wojny na Bliskim Wschodzie. EBC zrewidował w dół (o 0,3pp) prognozy wzrostu dla strefy euro na ten rok, choć ogłoszone niedawno tymczasowe zawieszenie broni między USA/Izraelem a Iranem daje nadzieję na materializację scenariusza zakładającego krótkotrwały konflikt, co skłania nas do pozostawienia prognozy wzrostu dla Czech bez zmian. Inflacja CPI w marcu okazała się nieco niższa od oczekiwań i przyspieszyła jedynie do 1,9% r/r z 1,4% r/r w lutym. W warunkach wprowadzenia limitu na marże na paliwa nieznacznie obniżyliśmy prognozę inflacji, średnio do 2,1% w 2026, która i tak pozostaje wyższa niż przed wybuchem konfliktu. W scenariuszu bazowym zakładamy, że stopy procentowe CNB pozostaną bez zmian do końca tego roku. Obecnie widzimy niezerowe prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych przy niewielkich szansach na dalsze luzowanie.</p>
- inflacja CPI (%)	2,4	2,5	2,1	
Węgry				
- realny PKB (%)	0,5	0,4	2,1	<p>Ubiegłoroczny wzrost PKB został potwierdzony na poziomie 0,4%, a za słabość gospodarki najmocniej odpowiadał ujemny wkład eksportu netto. W samym 4q25 w ujęciu kwartalnym wzrost wyniósł 0,2% (sa) i trzeci kwartał z rzędu kształtował się powyżej 0, oddalając widmo recesji. Zakładamy, że 2026 przyniesie ożywienie węgierskiej gospodarki, a całoroczny wzrost PKB nieznacznie przekroczy 2,0%, choć ryzyka dla tej prognozy są skierowane w dół ze względu na napięcia geopolityczne. Kluczowy dla średnioterminowych perspektyw wzrostu będzie wynik wyborów parlamentarnych, które mają odbyć się 12 kwietnia, a także dalszy przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie. Ewentualna wygrana partii TISZA (na którą wskazują sondaże) może wiązać się z poprawą relacji z UE i odblokowaniem funduszy unijnych, co będzie wspierać inwestycje. Jednocześnie program partii zakłada konsolidację fiskalną, która ma koncentrować się wokół poprawy efektywności wydatków. Eskalacja bliskowschodniego konfliktu niesie ryzyko niższego wzrostu PKB. Inflacja CPI w marcu przyspieszyła do 1,8% r/r z 1,4% r/r w lutym. Oczekujemy, że w dalszej części roku inflacja wzrośnie i znajdzie się w przedziale 3-4,5%, pomimo wprowadzenia limitu cen paliw. Obecnie zakładamy, że wznowienie luzowania może nastąpić najwcześniej latem, pod warunkiem deeskalacji konfliktu i normalizacji sytuacji na rynkach surowców i finansowych.</p>
- inflacja CPI (%)	3,7	4,4	3,4	
Rumunia				
- realny PKB (%)	0,9	0,7	0,8	<p>Wzrost PKB w 2025 wyniósł 0,7% i okazał się nieco niższy od naszej prognozy 0,9%. W samym 4q25 wzrost gospodarczy spowolnił do 0,2% r/r z 1,7% r/r w 3q25. W ujęciu kwartalnym PKB na koniec roku zmniejszył się o 1,9% (sca), choć należy mieć na uwadze dużą wahliwość danych o PKB w Rumunii. Według założeń budżetowych na ten rok, dynamika PKB ma wynieść 1%, napędzana inwestycjami oraz dodatnim wkładem po stronie eksportu netto. Nasze oczekiwania są nieco mniej optymistyczne a w warunkach podwyższonej niepewności geopolitycznej bilans czynników ryzyka dla naszej prognozy jest skierowany w dół. Konsumpcja będzie pod negatywnym wpływem konsolidacji fiskalnej – początek roku przyniósł ok. 6-procentowy spadek sprzedaży detalicznej (r/r), co było najniższym wynikiem od 2007. Inflacja CPI w lutym obniżyła się nieznacznie, do 9,3% r/r z 9,6% r/r w styczniu. W 1h26 inflacja pozostanie podwyższona, a pod koniec roku obniży się do ok. 4% r/r m.in. za sprawą efektu wysokiej bazy. Średniorocznie w 2026 inflacja przekroczy 7%, choć prognoza ta jest obciążona wyższą niż dotychczas niepewnością. Naszym zdaniem perspektywa obniżki stóp procentowych oddaliła się na przynajmniej 2h26, a przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej jest ograniczona.</p>
- inflacja CPI (%)	5,6	7,3	7,3	

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

Monitor banków centralnych regionu EŚW

Wybrane wypowiedzi [^]	
Czechy - CNB	„Warunki wyjściowe do walki z inflacją są teraz znacznie lepsze dzięki restrykcyjnej polityce pieniężnej niż przed wybuchem wojny w Ukrainie i ówczesnym szokiem, który doprowadził do wysokiej inflacji.”- Prezes A.Michl (19.03.2026, Bloomberg)
Węgry - MNB	„Wszystkie opcje są na stole.” Prezes M.Varga (24.03.2026, Bloomberg)
Rumunia - NBR	„Kolejnym celem strategicznym będzie przyjęcie euro – po zrównoważeniu gospodarki i ograniczeniu wysokiego deficytu fiskalnego.” Prezes M.Isărescu (2.04.2026, Profit.ro)

[^]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)	29-kwi	3,50-3,75	3,25-3,50	W obliczu niepewności związanej z wojną na Bliskim Wschodzie Fed pozostaje w trybie <i>wait-and-see</i> . Mimo niestabilnego otoczenia geopolitycznego oraz podwyższonych cen surowców (działających proinflacyjnie) mediana nowych prognoz członków FOMC nadal zakłada jedną obniżkę stóp w 2026 oraz jedną w 2027. Zawieszenie broni między USA a Iranem na początku kwietnia sprzyja naszej prognozie stabilizacji stóp w najbliższych miesiącach i maksymalnie jednej obniżki jeszcze w tym roku.
Japonia						
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	0,75	+25pb (grudzień 2025)	28-kwi	0,75	1,00	BoJ na posiedzeniu w marcu utrzymał stopy bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami, i sygnalizuje gotowość do kontynuowania podwyżek. Inflacja CPI w lutym obniżyła się do 1,3% r/r – w krótkim terminie może pozostać poniżej celu 2%, zaś w dalszej części roku wzrośnie. Podtrzymujemy, że BoJ w 2026 podniesie stopę do 1,00%, a moment tej podwyżki będzie zależny od przełożenia wyższych cen surowców na inflację.
Strefa euro						
Stopa refinansowa*	2,15	-25pb (czerwiec 2025)	30-kwi	2,15	2,40	EBC komunikuje, że przedłużający się konflikt w Zatoce Perskiej zwiększa ryzyko realizacji niekorzystnego scenariusza (z ostatniej projekcji EBC) i może wymusić podwyżki stóp procentowych. Zakładamy, że Bank zdecyduje się na jedną podwyżkę stóp w połowie roku. Nie wykluczamy, że zaostrzenie polityki pieniężnej nastąpi już w kwietniu, jednak zawieszenie broni zmniejsza prawdopodobieństwo takiego ruchu.
Stopa depozytowa	2,00			2,00	2,25	
Wielka Brytania						
Stopa bazowa	3,75	-25pb (grudzień 2025)	30-kwi	3,50	3,25	Pomimo dotychczasowego korzystnego trendu dezinflacyjnego, BoE w marcu utrzymał stopy bez zmian z powodu szoku energetycznego podbijającego inflację w krótkim terminie. Deeskalacja wojny w Zatoce Perskiej pozwoliłaby wrócić do łagodzenia polityki pieniężnej, za czym przemawiają również dane o aktywności gospodarczej i z rynku pracy.
Szwajcaria						
Stopa bazowa	0,00	-25pb (czerwiec 2025)	18-cze	0,00	0,00	W marcu SNB utrzymał stopy bez zmian. Wzrost cen energii podniósł ścieżkę inflacji, która ma wynieść 0,5% w 2026 i 2027, a zatem wciąż nie wywiera presji na podwyżki stóp. Bank sygnalizuje gotowość do interwencji FX w celu ograniczenia nadmiernej aprecjacji CHF, co ma chronić stabilność cen.
Szwecja						
Stopa refinansowa	1,75	-25pb (wrzesień 2025)	7-maj	1,75	1,75	Riksbank na posiedzeniu w marcu utrzymał stopy procentowe bez zmian, a także zapowiedział stabilizację stóp w kolejnych miesiącach. Wyższe ceny energii przełożyły się na wyższą inflację CPIF, która wg Banku w 2026 wyniesie 1,5% (wobec 0,9% prognozowanych w grudniu).
Norwegia						
Stopa bazowa	4,00	-25pb (wrzesień 2025)	7-maj	4,00	4,25	Na posiedzeniu pod koniec marca Norges Bank nie zmienił stóp i zasignalizował, że wkrótce zasadne będzie ich podniesienie. Rewidujemy tym samym prognozę – zakładamy, że bank może zdecydować się na jedną podwyżkę w tym roku. Jednocześnie w przypadku deeskalacji wojny niewykluczony jest scenariusz stabilizacji stóp na obecnym poziomie.
Czechy						
Stopa refinansowa	3,50	-25pb (maj 2025)	7-maj	3,50	3,50	Bank Czech pozostaje w trybie <i>wait-and-see</i> i podkreśla konieczność utrzymania relatywnie restrykcyjnej polityki monetarnej.
Węgry						
Stopa bazowa	6,25	-25pb (luty 2026)	28-kwi	6,25	6,00	W marcu Bank Węgier utrzymał stopy bez zmian. MNB prognozuje, że od 3q26 inflacja znajdzie się powyżej 4% i wróci do celu (3% ± 1pp) dopiero w 2h27. Zakładamy stabilizację stóp w kolejnych miesiącach i dopuszczamy jedną obniżkę w 2h26.
Rumunia						
Stopa bazowa	6,50	-25pb (sierpień 2024)	15-maj	6,50	6,00	NBR utrzymuje restrykcyjną politykę pieniężną sygnalizując, że inflacja w okresie marzec-czerwiec będzie wyższa od wcześniejszych oczekiwań. Zakładamy, że obniżki będą możliwe w 2h26, gdy inflacja obniży się m.in. za sprawą efektu bazy.
Turcja						
Stopa repo	37,00	-100pb (styczeń 2026)	22-kwi	37,00	30,00	Bank Turcji w marcu wstrzymał obniżki stóp w związku z wzrostem kosztów energii i zapowiedział kontynuację restrykcyjnej polityki pieniężnej, a w razie pogorszenia perspektyw inflacyjnych, gotowość do jej ponownego zacieśnienia.

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	3,1	„Jako ekonomista widzę poziom 3,5% jako docelowy, jeśli chodzi o główną stopę NBP. Zejście poniżej jest bardzo trudne i wymaga bardzo dogłębnych analiz.” (25.02.2026, Subiektywnie o Finansach za PAP Biznes)
A.Głapiński	2,9	”Wszystko zależy od tej sytuacji na Bliskim Wschodzie, ale w najbliższym okresie nie przewiduję żadnych zmian w zakresie stóp procentowych. Ale oczywiście będziemy podejmować decyzje patrząc na fakty, na wydarzenia. (...) Trochę zmniejsza to nasz optymizm, no ale mamy nadzieję, że sytuacja jest już w jakimś sensie ustabilizowana. Także o podwyżce (stóp, przyp. PKO BP) z tego punktu widzenia nie ma mowy. Co do obniżki, jak państwo wiedzą, przed wybuchem tego konfliktu była mowa, i wielu członków Rady się wypowiadało w swoich wywiadach, o jednej lub dwóch obniżkach w tym roku. No teraz nad tym został postawiony znak zapytania, ale zobaczymy co przyniesie wydarzenia. Na razie nic nie wskazuje na to, żebyśmy się oddalili od tego celu inflacyjnego.” (9.04.2026, PAP Biznes)
M.Zarzecki	2,9	„[...] w obecnych warunkach (konfliktu w Iranie) najwłaściwszym podejściem jest wysoka ostrożność komunikacyjna. Przedwczesne przesądzenie, czy kolejnym ruchem będzie dłuższa pauza, czy też zmiana kierunku polityki pieniężnej, byłoby nieuzasadnione.” (10.03.2026, PAP Biznes)
G.Masłowska	2,9	„[...] jeśli projekcja marcowa nie będzie niepokojąca i jeśli nie nastąpią nieprzewidziane zdarzenia wewnętrzne lub zewnętrzne, to w 2026, prawdopodobnie w 2h26, może nastąpić kolejna obniżka stóp, choć niewykluczone, że nastąpi to wcześniej. Przy czym z dzisiejszej perspektywy trudno przewidzieć możliwość obniżenia stóp poniżej 3,5%.” (12.02.2026, PAP Biznes)
I.Duda	2,8	„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)
H.Wnorowski	2,8	”Zdecydowanie musimy zapomnieć o dalszych obniżkach stóp procentowych dopóki wojna będzie trwała. Zakończenie wojny ponownie otworzy możliwość powrotu do dyskusji o obniżkach. [...] Jeśli chodzi o stopę docelową na 2026 - prawdopodobieństwo, że osiągnie ona poziom 3,25-3,50%, o którym ostatnio donosiły media, drastycznie spadło.” (6.03.2026, PAP Biznes)
W.Janczyk	2,8	”Jeżeli otoczenie gospodarcze pozostanie stabilne, można zakładać niewielkie dostosowanie stóp procentowych banku centralnego i obniżenie ich poziomu w najbliższej przyszłości.” (17.11.2025, PAP Biznes)
P.Litwiniuk	2,3	„Obniżka w marcu jest dość prawdopodobna. A jeżeli ścieżka inflacji, po korekcie koszyka, przesunie nam się jeszcze w dół, to i kolejna nie jest wykluczona. Być może będzie nawet konieczna. Oczywiście, wszystko, co mówię, jest oparte na aktualnie dostępnych danych przy założeniu, że nie nastąpią nadzwyczajne zdarzenia, które będą miały proinflacyjny charakter. Dojście w najbliższych miesiącach do poziomu 3,50%, jeśli chodzi o stopę referencyjną, nie jest wykluczone, a jego prawdopodobieństwo jest istotne.” (24.02.2026, ISBnews)
L.Kotecki	2,2	”(Czy wojna w Iranie) wyklucza (dalsze obniżki stóp) to jest za daleko powiedziane, natomiast moim zdaniem na ten moment zmniejszyła się przestrzeń.” (6.03.2026, 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

Data	1M		2M		3M		4M		5M		6M		7M		8M		9M				
	09-kwi	09-maj	09-cze	09-lip	09-sie	09-wrz	09-paź	09-lis	09-gru	09-sty	09-lip	09-paź	09-lis	09-gru	09-sty	09-lip	09-paź	09-lis	09-gru	09-sty	
WIBOR 3M/FRA†	3,85	3,86	3,91	3,98	4,01	4,05	4,18	4,20	4,26	4,30											
Implikowana zmiana (pb)		0,01	0,06	0,13	0,16	0,20	0,33	0,35	0,41	0,45											
Posiedzenie RPP	9-kwi	6-maj	10-cze	8-lip	-	2-wrz	7-paź	4-lis	2-gru	-											
Prognoza PKO*	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75											
Wycena rynkowa^		3,76	3,81	3,88	3,91	3,95	4,08	4,10	4,16	4,20											

† 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

	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2023	2024	2025	2026
Aktywność ekonomiczna										
Realny PKB (% r/r)	3,8	4,0	3,1	3,4	3,4	3,9	0,2	3,0	3,6	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	3,7	4,3	3,5	4,2	4,4	5,3	-3,0	4,5	4,1	4,4
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,5	4,2	3,5	2,8	3,5	3,0	-0,3	2,9	3,7	3,2
Nakłady brutto na śr. trwałe (% r/r)	7,1	4,7	6,5	10,1	11,5	12,4	12,7	-0,9	4,3	10,7
Zapasy (pp)	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	-0,2	0,1	-4,6	1,0	0,1	0,0
Eksport netto (pp)	0,3	-0,2	-0,3	-0,6	-0,8	-1,2	2,6	-1,2	-0,4	-0,7
Produkcja przemysłowa [^] (% r/r)	3,9	3,0	1,5	3,0	4,5	3,8	-2,1	1,1	2,1	3,2
Produkcja budowlana [^] (% r/r)	-1,9	3,0	-8,9	2,0	7,5	4,6	4,8	-7,7	0,2	2,3
Sprzedaż detaliczna [^] (realnie, % r/r)	4,7	4,6	5,1	2,9	3,0	1,4	-3,2	3,2	3,9	3,0
Nominalny PKB (mld PLN)	970,6	1101,9	942,2	993,2	1037,9	1189,1	3415	3653	3894	4162
Rynek pracy										
Stopa bezrobocia rejestrowanego ‡(%)	5,6	5,7	6,0	5,5	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	5,6
Zatrudnienie – przedsiębiorstwa (% r/r)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,4	-0,2	0,3	-0,4	-0,8	-0,5
Płace – przedsiębiorstwa (% r/r)	7,4	7,4	6,2	5,9	6,5	5,5	11,9	11,2	8,0	6,0
Ceny[^]										
Inflacja CPI (% r/r)	3,0	2,6	2,4	3,1	2,8	2,8	11,4	3,6	3,6	2,8
Inflacja bazowa (% r/r)	3,2	2,8	2,6	2,7	2,5	2,7	10,1	4,3	3,3	2,6
15% średnia obciążenia (% r/r)	3,0	2,5	x	x	x	x	x	x	x	x
Inflacja PPI (% r/r)	-1,4	-2,4	-1,6	1,6	1,8	2,6	2,6	-6,7	-1,6	1,1
Agregaty monetarne‡										
Podaż pieniądza, M3 (mld PLN)	2642,7	2737,7	2783,8	2842,7	2891,1	2970,1	2268,2	2479,8	2737,7	2970,1
Podaż pieniądza, M3 (% r/r)	11,1	10,4	10,7	9,9	9,4	8,5	8,5	9,3	10,4	8,5
Realna podaż pieniądza, M3 (% r/r)	7,9	7,6	8,1	6,6	6,5	5,5	-2,6	5,5	6,5	5,6
Kredyty, ogółem (mld PLN)	1552,7	1575,3	1605,5	1640,6	1659,1	1685,3	1428,1	1499,6	1575,3	1685,3
Kredyty, ogółem (% r/r)	4,6	5,0	5,9	6,7	6,9	7,0	-0,1	5,0	5,0	7,0
Depozyty, ogółem (mld PLN)	2415,3	2474,1	2480,6	2511,6	2554,4	2619,2	2065,3	2266,0	2474,1	2619,2
Depozyty, ogółem (% r/r)	10,0	9,2	5,7	3,7	5,8	5,9	9,3	9,7	9,2	5,9
Bilans płatniczy										
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,0	-0,9	-1,0	-1,2	-1,6	-2,1	1,6	0,3	-0,9	-2,1
Saldo handlowe (% PKB)	-1,5	-1,5	-1,4	-1,5	-1,8	-2,1	0,6	-0,7	-1,5	-2,1
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,4	1,2	0,9	0,8	1,0	1,8	2,9	1,1	1,2	1,8
Polityka fiskalna*										
Saldo fiskalne (% PKB)	-7,0	-7,2	-7,7	-7,5	-7,4	-6,5	-5,2	-6,4	-7,2	-6,5
Dług publiczny (% PKB)	58,1	59,7	61,7	63,4	65,0	66,2	49,5	54,8	59,7	66,2
Polityka pieniężna ‡										
Stopa referencyjna NBP (%)	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	5,75	5,75	4,00	3,75
Stopa lombardowa NBP (%)	5,25	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	6,25	6,25	4,50	4,25
Stopa depozytowa NBP (%)	4,25	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25	5,25	5,25	3,50	3,25
WIBOR 3M ^x (%)	4,72	3,99	3,85	3,82	3,82	3,82	5,88	5,84	3,99	3,82

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski

^x prognozy BSR[^] średnie dla okresu dla danych kwartalnych i rocznych[‡] wartości na koniec okresu^{*} w trakcie rewizji

Rynki finansowe – prognozy kwartalne i roczne

	Bieżący poziom	Prognoza PKO na 2q26	Prognoza PKO na koniec 2026	Komentarz
EURUSD	1,1680	1,16	1,18	W scenariuszu bazowym zakładamy, że w najbliższych miesiącach proces deeskalacji konfliktu w Zatoce Perskiej będzie postępował, co powinno ograniczać globalną awersję do ryzyka, z której szczególnie na początku marca br. korzystał dolar. Z drugiej strony uważamy, że spadek notowań ropy naftowej i gazu w kierunku poziomów sprzed konfliktu będzie następował powoli, a tym samym czynnik ten, kanałem <i>terms of trade</i> , nie będzie sprzyjał walutom krajów będących znaczącymi importerami netto surowców energetycznych. W rezultacie oddziaływania tych czynników oczekujemy powolnego wzrostu kursu EURUSD w perspektywie bieżącego roku.
EURPLN	4,2550	4,28	4,26	Stopniowa deeskalacja konfliktu, towarzysząca jej poprawa nastrojów inwestycyjnych oraz dobra kondycja polskiej gospodarki to czynniki, które w naszej opinii będą w perspektywie bieżącego roku wspierać złotego. Z drugiej jednak strony podwyższone ceny surowców energetycznych prawdopodobnie utrzymają się dłużej, co wskutek wyższej inflacji ograniczy tempo wzrostu dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych. W takim otoczeniu oczekujemy stopniowej aprecjacji złotego, jednak nie zakładamy, że kurs EURPLN w horyzoncie bieżącego roku wróci do poziomów sprzed wojny w Zatoce Perskiej.
Rentowność obligacji 5Y PLN	4,91%	5,00%	4,80%	Zmiany notowań na krajowym rynku długu są obecnie w dużej mierze uzależnione od napływających informacji dotyczących konfliktu na Bliskim Wschodzie. Zakładając jego deeskalację w dalszej części 2q26, widzimy przestrzeń do spadku rentowności obligacji. Realizacja bardziej optymistycznych scenariuszy, w tym szybszego osiągnięcia porozumienia pokojowego między USA a Iranem, mogłaby dodatkowo wzmocnić skalę spadków dochodowości, wykraczając poza nasze bazowe oczekiwania.

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	2027	2028	długi termin*
Stopy procentowe:									
St. referencyjna NBP	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,00	3,00
WIBOR 1M	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3,56	3,06	3,06
WIBOR 3M	3,85	3,82	3,82	3,82	3,82	3,65	3,56	3,05	3,06
WIBOR 6M	3,89	3,84	3,84	3,84	3,76	3,63	3,45	3,07	3,07
WIBOR 12M	3,87	3,85	3,81	3,74	3,68	3,55	3,29	3,08	3,08
WIBID 1M	3,61	3,61	3,61	3,61	3,61	3,61	3,36	2,86	2,86
WIBID 3M	3,65	3,62	3,62	3,62	3,62	3,45	3,36	2,85	2,86
WIBID 6M	3,69	3,64	3,64	3,64	3,56	3,43	3,25	2,87	2,87
WIBID 12M	3,67	3,65	3,61	3,54	3,48	3,35	3,09	2,88	2,88
Główna stopa Fed	3,75	3,75	3,50	3,50	3,00	3,00	3,00	2,50	2,50
SOFR USD 1M	3,65	3,60	3,35	3,35	2,85	2,85	2,85	2,35	2,35
SOFR USD 3M	3,68	3,67	3,41	3,23	2,89	2,89	2,89	2,38	2,38
SOFR USD 6M	3,86	3,56	3,34	3,08	2,91	2,91	2,78	2,40	2,40
St. depozytowa EBC	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
St. refinansowa EBC#	2,15	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40
EURIBOR 1M	1,92	2,17	2,17	2,17	2,17	2,17	2,17	2,17	2,17
EURIBOR 3M	2,08	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
EURIBOR 6M	2,23	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36
Cel SNB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,50
SARON CHF 1M	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,45
SARON CHF 3M	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,45
SARON CHF 6M	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,46
Kursy walutowe:									
EURPLN	4,29	4,28	4,27	4,26	4,25	4,26	4,26	4,26	4,26
USDPLN	3,74	3,69	3,65	3,61	3,60	3,61	3,64	3,70	3,70
CHFPLN	4,68	4,65	4,59	4,44	4,34	4,30	4,26	4,26	4,26
GBPPLN	4,94	4,91	4,89	4,84	4,79	4,77	4,73	4,82	4,82
EURUSD	1,15	1,16	1,17	1,18	1,18	1,18	1,17	1,15	1,15
EURCHF	0,92	0,92	0,93	0,96	0,98	0,99	1,00	1,00	1,00
GBPUSD	1,32	1,33	1,34	1,34	1,33	1,32	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 (Dyrektorka)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	+48 691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczką)	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/zainteresowana 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](https://twitter.com/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.