

Główne gospodarki w makro-pigułce

	2024	2025	2026	Komentarz
USA				
- realny PKB (%)	2,8	2,1	2,1	Wzrost PKB w 1q26 przyspieszył do 2,0% q/q saar z 0,5% q/q saar w 4q25, kiedy aktywność znajdowała się pod negatywnym wpływem <i>government shutdown</i> . Motorem ożywienia były wydatki konsumentów (głównie na usługi). Choć ich wzrost spowolnił do 1,6% q/q saar z 1,9% q/q saar w poprzednim kwartale, to wciąż pokazuje odporność sektora konsumenckiego, pomimo bardzo niskich wskazań indeksów koniunktury. Inwestycje przyspieszyły do 8,7% q/q saar z 2,3% q/q saar w 4q25, co jest związane z boomem AI – nakłady na sprzęt IT i oprogramowanie dodały do dynamiki PKB ponad 1,3pp. Wzrost PKB w 2026 będzie najpewniej zbliżony do ubiegłorocznego. W momencie uderzenia proinflacyjnego szoku energetycznego gospodarka USA borykała się ze skutkami podwyższonych cel – w marcu deflator PCE wzrósł do 3,5% r/r z 2,8% r/r w lutym, do 3,2% wzrosła z kolei inflacja bazowa. Ostatnie dane z rynku pracy wskazują na jego stabilizację.
- inflacja CPI (%)	3,0	2,7	3,3	
Strefa euro				
- realny PKB (%)	0,9	1,4	0,9	PKB w strefie euro w 1q26 wzrósł o 0,1% q/q, po wzroście o 0,2% w 4q25. W ujęciu r/r wzrost spowolnił do 0,8% z 1,2% pod koniec 2025. Przełom roku to czas stagnacji w europejskiej gospodarce, a trwający szok energetyczny odsuwa w czasie oczekiwane ożywienie. Nasza całoroczna prognoza zakłada wzrost o 0,9%. Inflacja HICP w kwietniu przyspieszyła do 3,0% r/r z 2,6% r/r w marcu. Jednocześnie dane za marzec pokazały wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, co może opóźnić dezinflację po wygaśnięciu szoku energetycznego.
- inflacja HICP (%)	2,4	2,1	2,6	
Chiny				
- realny PKB (%)	5,0	5,0	4,7	Chińska gospodarka wydaje się jak na razie odporna na szok paliwowy. Dynamika PKB w 1q26 przyspieszyła do 5,0% r/r z 4,5% r/r w 4q25, a motorami wzrostu były m.in. nowoczesne sektory eksportowe oraz usługi. W Chinach zakończyła się również trwająca przez prawie 3,5 roku deflacja PPI, co może nieco ograniczyć dezinflacyjny wpływ Chin na globalny rynek towarów.
- 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	Poprawa pogody w marcu i wzmożony „popyt przezornościowy” umożliwiły odrobienie części strat ze stycznia i lutego. Nasz nowcast PKB w 1q26 wskazuje na mniejsze od wcześniejszych obaw hamowanie – do ok. 3,5% r/r z 4,1% r/r w 4q25. Na ten moment nie widzimy powodów do rewizji w dół całorocznej prognozy wzrostu PKB (3,5%). Konsumpcja prywatna powinna spowolnić nieznacznie, do 3,2% z 3,7% w 2025, a inwestycje przyspieszyć do 10,7% z 4,4% w 2025. Obydwie kategorie są wg nas relatywnie odporne na szok – zgromadzone oszczędności gosp. dom. powinny umożliwić wygładzenie ścieżki konsumpcji, a napływ środków z UE jest niezależny od sytuacji globalnej. Bilans czynników ryzyka jest przesunięty w dół, a głównym zagrożeniem pozostaje szok podażyowy wynikający z wojny na Bliskim Wschodzie.
Procesy inflacyjne				
- inflacja CPI (%)	3,6	3,6	3,3	Inflacja CPI w kwietniu wzrosła do 3,2% r/r z 3,0% r/r w marcu, za sprawą mniejszego od oczekiwań spadku cen paliw (mimo programu CPN) oraz prawdopodobnego wzrostu inflacji bazowej. Istotnie podnieśliśmy prognozę inflacji – w najbliższych miesiącach CPI może zbliżyć się do 4% r/r, m.in. z powodu pogarszających się perspektyw cen żywności związanych z suszą i przymrozkami. Jednocześnie oczekujemy, że do końca roku inflacja nie powinna przekraczać 4% r/r przy założeniu normalizacji globalnych cen energii. Efekty drugiej rundy wzrostu cen energii powinny być ograniczone ze względu na brak presji popytowej i słabszą pozycję negocjacyjną pracowników, a wzrost cen gazu nie powinien istotnie podbić CPI dzięki regulacji rynku przez URE i spadkowi cen kontraktów w ostatnim roku. Bilans czynników ryzyka dla inflacji pozostaje jednak przechylony w górę z uwagi na geopolitykę.
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	Wzrost cen ropy i gazu zwiększa wartość importu, a wyższa inflacja podbija nominalną dynamikę eksportu i importu. Zaburzenia w łańcuchach dostaw, droższy fracht i słabsza koniunktura u partnerów handlowych ograniczają wolumen wymiany. W efekcie deficyt na rachunku bieżącym w 2026 nieznacznie przekroczy 2% PKB.
Polityka fiskalna				
- saldo fiskalne (% PKB)	-6,4	-7,3	-6,9	Deficyt fiskalny w 2025 osiągnął drugi największy poziom w historii porównywalnych danych. W 2026 oczekujemy niewielkiej poprawy, ale bilans czynników ryzyka jest trwale przesunięty w kierunku głębszego deficytu.
Polityka pieniężna				
- stopa referencyjna NBP (%)	5,75	4,00	3,75	RPP uznała, że wobec niepewności dot. rozwoju sytuacji geopolitycznej wskazana jest stabilizacja stóp. Prezes A.Głapiński przyznał, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp wzrosło, a wskazaniem dla niej byłby wzrost inflacji powyżej celu połączony z niekorzystnymi prognozami. Nasz scenariusz bazowy zakłada stabilizację stóp, ale prawdopodobieństwo podwyżki w lipcu, przy inflacji powyżej 3,5% r/r, jest spore.

Region CEE w makro-pigułce

	2024	2025	2026	Komentarz
Czechy				
- realny PKB (%)	1,1	2,6	2,5	W 1q26 wzrost gospodarczy w Czechach spowolnił do 2,1% r/r z 2,7% r/r w 4q25 i okazał się słabszy od oczekiwań oraz obowiązującej wówczas prognozy CNB. W ujęciu q/q gospodarka wzrosła o 0,2%. Głównym motorem wzrostu był popyt krajowy, w szczególności konsumpcja gospodarstw domowych oraz inwestycje. Ujemny wkład do wzrostu miał natomiast eksport netto, a słaby popyt eksportowy był obserwowany jeszcze przed wybuchem konfliktu na Bliskim Wschodzie. W tych warunkach nieznacznie obniżyliśmy prognozę wzrostu na ten rok, do 2,5%. Według wstępnego szacunku inflacja w Czechach w kwietniu wzrosła do 2,5% r/r z 1,9% r/r w marcu, ze względu na wyższe ceny energii (o 1,5% r/r po odnotowanym w marcu spadku o 1,7% r/r). Głównym źródłem zmienności były ceny paliw, podczas gdy wzrost detalicznych cen energii elektrycznej pozostaje ograniczony dzięki kontraktom na energię gwarantującym stałą cenę w dłuższym okresie. W scenariuszu bazowym zakładamy, że stopy procentowe CNB pozostaną bez zmian do końca tego roku. Prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych jest jednak niezerowe.
- inflacja CPI (%)	2,4	2,5	2,1	
Węgry				
- realny PKB (%)	0,5	0,4	1,7	Według wstępnego szacunku gospodarka węgierska w 1q26 wzrosła o 0,8% q/q (sa), powyżej rynkowych oczekiwań oraz najszybciej od 3q23. W ujęciu rocznym aktywność wzrosła o 1,7% (sa), tj. najszybciej od 3q22. Największy wkład do wzrostu miały usługi, a po dłuższej przerwie dodatnią kontrybucję do PKB miał także przemysł. W 1q26 sprzedaż detaliczna rosła w solidnym tempie, średnio o 5,2% r/r, przy wyraźnym przyspieszeniu wzrostu (powyżej 8%) w marcu, które było napędzane wzmożonym popytem na paliwa w warunkach trwającej wojny na Bliskim Wschodzie. Partia Tisza P.Magyara odniosła miażdżące zwycięstwo w wyborach parlamentarnych zdobywając większość konstytucyjną. Ostatnie doniesienia wskazują, że partia odziedziczyła wyraźnie głębszy niż zakładano deficyt budżetowy w 2026, co znacząco utrudni zakładaną w programie konsolidację fiskalną. W warunkach trwającego konfliktu geopolitycznego zdecydowaliśmy się na rewizję w dół prognozy PKB na ten rok, do 1,7%, pomimo pozytywnego zaskoczenia danymi za 1q26, które powoduje jednak, że bilans ryzyka dla tej prognozy jest przechylony w górę. Inflacja w marcu wyniosła 1,8% r/r i znajdowała się poniżej celu inflacyjnego, natomiast w kwietniu nieznacznie przyspieszyła do 2,1% r/r. Na ostatnim posiedzeniu bank centralny podtrzymał postawę <i>wait-and-see</i> , podkreślając dążenie do utrzymywania restrykcyjnych warunków monetarnych. Nadal widzimy przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej jeszcze w tym roku ze względu na umocnienie forinta oraz spadek premii za ryzyko w porównaniu do reszty regionu, choć moment wznowienia obniżek przesunęliśmy na 4q26. Decyzja o obniżce warunkowana będzie normalizacją sytuacji na Bliskim Wschodzie.
- inflacja CPI (%)	3,7	4,4	3,4	
Rumunia				
- realny PKB (%)	0,9	0,7	0,8	Dostępne dane sugerują niewielkie ożywienie gospodarcze w 1q26 wobec 4q25, choć dynamika PKB w ujęciu rocznym prawdopodobnie spowolni poniżej zera (z 0,2% r/r w 4q25). Od lipca 2025 dynamika sprzedaży detalicznej w ujęciu r/r pozostaje ujemna (w 1q26 sprzedaż spadła średnio o 5% r/r) i pozostaje pod negatywnym wpływem działań w ramach konsolidacji fiskalnej. Spadek aktywności w ostatnich miesiącach dotyczył również przemysłu. Cieniem na krótkoterminowe perspektywy gospodarcze kładzie się sytuacja polityczna związana z upadkiem proeuropejskiego rządu I.Bolojana. W konsekwencji doszło do osłabienia RON o ponad 2%, co jest dużą zmianą w ramach reżimu płynnego, ale sterowanego kursu walutowego. NBR ocenił deprecjację jako część „normalnej dynamiki rynkowej”, bez zagrożenia dla stabilności finansowej. Osłabienie waluty może podbić inflację w najbliższym czasie. W kwietniu dynamika cen wzrosła do 9,9% r/r, głównie ze względu na wyraźnie wyższe ceny paliw, jednak okazała się niższa od oczekiwań sformułowanych na poziomie powyżej 10%. W kolejnych miesiącach inflacja pozostanie podwyższona, a pod koniec roku obniży się do ok. 4% r/r m.in. za sprawą efektu wysokiej bazy. Podtrzymujemy dotychczasową średnioroczną prognozę inflacji, choć jest ona obciążona wyższą niż dotychczas niepewnością. Naszym zdaniem perspektywa obniżki stóp procentowych oddaliła się na przynajmniej 4q26, a przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej jest ograniczona.
- inflacja CPI (%)	5,6	7,3	7,3	

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

Monitor banków centralnych regionu CEE

Wybrane wypowiedzi [^]	
Czechy - CNB	„Obecnie wydaje się, że kolejnym krokiem w zakresie stóp procentowych byłaby raczej podwyżka (...) Jednak obecnie znajdujemy się w komfortowej sytuacji i nie ma powodów do szybkiego działania.” – Wiceprezes E.Zamrazilova (30.04.2026, CNB)
Węgry - MNB	„Choć wpływ konfliktu z Iranem na krajowe ceny podbił inflację, umocnienie forinta oraz działania ograniczające ceny spowolniły tempo wzrostu cen.” Prezes M.Varga (5.05.2026, MNB)
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)	17-cze	3,50-3,75	3,25-3,50	W FOMC rośnie rozbieżność opinii - w kwietniu trzech członków Komitetu nie akceptowało głośniejszej wypowiedzi komunikatu, a jeden chciał obniżyć stopy procentowe. Ostatecznie Fed zastosował „podręcznikową” reakcję na negatywny szok podaży i utrzymał stopy bez zmian, podkreślając potrzebę zachowania ostrożności. Czerwcowe posiedzenie FOMC odbędzie się pod przewodnictwem K.Warsha, ponieważ kadencja J.Powella wygasa w połowie maja.
Japonia						
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	0,75	+25pb (grudzień 2025)	15-cze	0,75	1,00	BoJ zgodnie z oczekiwaniami nie zmienił stóp procentowych, ale wynik kwietniowego posiedzenia wskazuje na nadchodzącą kolejną podwyżkę stóp. Naszym zdaniem mogłoby do niej dojść w lipcu, lub nawet w czerwcu.
Strefa euro						
Stopa refinansowa*	2,15	-25pb (czerwiec 2025)	11-cze	2,40	2,40	EBC w kwietniu rozważył podwyżkę stóp, jednak się na nią nie zdecydował. Jednocześnie sytuacja w gospodarce coraz bardziej odbiega od scenariusza bazowego z poprzedniej projekcji. Źródła w EBC sugerują, że decydenci najpewniej podniosą stopy w czerwcu, o ile sytuacja na Bliskim Wschodzie, i w konsekwencji na rynkach energii, nie ulegnie wyraźnej poprawie.
Stopa depozytowa	2,00			2,25	2,25	
Wielka Brytania						
Stopa bazowa	3,75	-25pb (grudzień 2025)	18-cze	3,50	3,50	Bank Anglii utrzymał w maju stopę procentową na poziomie 3,75%, a A.Bailey ocenił, że polityka pieniężna w Wielkiej Brytanii znajduje się obecnie w „rozsądnym miejscu”. Szok energetyczny rozbudził oczekiwania na bardziej restrykcyjną politykę pieniężną, jednak tylko w najbardziej skrajnym scenariuszu analizowanym przez BoE inflacja nie wraca do 2-procentowego celu w średnim terminie.
Szwajcaria						
Stopa bazowa	0,00	-25pb (czerwiec 2025)	18-cze	0,00	0,00	Szok energetyczny podbija inflację i obniży wzrost gospodarczy w Szwajcarii. Bieżąca inflacja pozostaje jednak bardzo niska, a bank centralny sugeruje nieograniczone możliwości przeciwdziałania nadmiernemu umocnieniu waluty.
Szwecja						
Stopa refinansowa	1,75	-25pb (wrzesień 2025)	17-cze	1,75	1,75	Obecny poziom stóp jest dobrym punktem startowym do ewentualnego dostosowania polityki w celu zapewnienia osiągnięcia celu inflacyjnego. Na ten moment ryzyko nadmiernego wzrostu inflacji jest równoważone przez to, że obecnie jest poniżej celu oraz przez niską aktywność.
Norwegia						
Stopa bazowa	4,25	+25pb (maj 2025)	18-cze	4,25	4,50	Na posiedzeniu w maju Norges Bank podniósł stopy procentowe w celu tłumienia inflacji, której perspektywy zostały podbite przez szok energetyczny. Do końca roku możliwa jest jeszcze jedna podwyżka o 25pb, a bank podkreśla wysoką niepewność dotyczącą perspektyw gospodarki.
Czechy						
Stopa refinansowa	3,50	-25pb (maj 2025)	18-cze	3,50	3,50	Bank Czech pozostaje w trybie <i>wait-and-see</i> , choć nie wyklucza, że kolejnym ruchem może być podwyżka stóp procentowych.
Węgry						
Stopa bazowa	6,25	-25pb (luty 2026)	26-maj	6,25	6,00	Sytuacja na Bliskim Wschodzie przeważa nad korzystnymi krajowymi uwarunkowaniami finansowymi (mocniejszy forint, spadek rentowności obligacji) skłaniając MNB do stabilizacji stóp procentowych.
Rumunia						
Stopa bazowa	6,50	-25pb (sierpień 2024)	15-maj	6,50	6,25	Oslabienie rumuńskiego leja w odpowiedzi na upadek rządu i w warunkach podwyższonej niepewności geopolitycznej zmniejszając przestrzeń do obniżek, których wznowienie (po długiej pauzie) może nastąpić w 4q26.
Turcja						
Stopa repo	37,00	-100pb (styczeń 2026)	23-cze	37,00	30,00	Bank Turcji nie zmienił stóp w kwietniu i zasygnalizował otwartość na zwiększenie restrykcyjności polityki w przypadku pogorszenia perspektyw inflacji.

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	„Płace były czynnikiem ryzyka dla inflacji przed wybuchem wojny i przed agresją Stanów Zjednoczonych i Izraela na Iran, i nie przestały nim być tylko dlatego, że to się wydarzyło. Natomiast wpływ tego procesu na procesy inflacyjne jest oczywiście mniejszy niż to, co może wynikać z szoków zewnętrznych.” (23.04.2026, PAP Biznes)
I.Dąbrowski	3,1	„W tych okolicznościach (wzrost inflacji do 3,2% r/r w kwietniu) prawdopodobieństwo obniżek stóp wyraźnie spada.” (30.04.2026, Bloomberg)
A.Głapiński	2,9	„Obniżka nie można powiedzieć, że jest wykluczona, ale bardzo mało prawdopodobna. Podwyżki są prawdopodobne, ale nie muszą nastąpić - nadal jesteśmy w celu inflacyjnym. (...) Zobaczymy jak przez ten miesiąc to będzie wyglądać.” (7.05.2026, PAP Biznes)
M.Zarzecki	2,9	„Moim zdaniem najbardziej prawdopodobny scenariusz to pozostawienie stóp na niezmiennym poziomie przez dłuższy okres. Jednak w zależności od napływających danych nie wykluczam podwyżek stóp w przyszłości.” (24.04.2026, Bloomberg)
G.Maslowska	2,9	„Decyzja o podwyżce stóp procentowych musiałaby bazować na ocenie sytuacji, która wskazywałaby trwały wzrostowy trend inflacji w Polsce i globalnie. Trwały, czyli nie o jednorazowym charakterze, trwającym 1-2 kwartały.” (13.03.2026, 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	„Trudno jest zakładać się o obniżki stóp w Polsce w obliczu wojny w Iranie, natomiast podwyżki mogłyby być poważnie rozważane, jeżeli inflacja utrzymywałaby się powyżej poziomu stopy referencyjnej (3,75%) przez trzy kolejne miesiące.” (13.04.2026, Bloomberg)
P.Litwiniuk	2,3	„Nie należy się ich (obniżek stóp – PKO BP) spodziewać w bliższej przyszłości. (...) Jeśli analizy będą wskazywały, że inflacja zmierza w niekorzystnym kierunku, to RPP może podnieść stopy.” (2.04.2026, radio Zet za PAP)
L.Kotecki	2,2	„Skoro mamy dużą niepewność, jaki będzie wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na inflację, na PKB itd., nie tylko dla Polski, ale i cały świat, to jedyną racjonalną strategią jest po prostu czekanie i analizowanie skutków konfliktu. Taka postawa będzie właściwa co najmniej do lipca, kiedy prawdopodobnie będziemy obserwować już echa konfliktu i będzie można go podsumować i mam nadzieję skwantyfikować w nowej projekcji NBP do końca 2028 r. Wtedy można rozpocząć znowu dyskusję co dalej. Na razie powinniśmy podejmować decyzje z posiedzenia na posiedzenie, w scenariuszu bazowym nie zmieniając stóp.” (14.04.2026, 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

		1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M
Data	10-maj	10-cze	10-lip	10-sie	10-wrz	10-paź	10-lis	10-gru	10-sty	10-lut
WIBOR 3M/FRA†	3,84	3,93	4,00	4,06	4,14	4,21	4,29	4,35	4,42	4,48
Implikowana zmiana (pb)		0,09	0,16	0,22	0,30	0,37	0,45	0,51	0,58	0,64
Posiedzenie RPP	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[^]		3,84	3,91	3,97	4,05	4,12	4,20	4,26	4,33	4,39

† 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	4,1	3,4	3,4	3,4	3,9	0,2	3,2	3,6	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	3,9	4,6	3,8	4,1	4,4	5,2	-3,0	4,8	4,2	4,4
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,5	4,3	3,5	2,8	3,5	3,0	-0,3	2,9	3,7	3,2
Nakłady brutto na śr. trwale (% r/r)	6,8	6,6	7,0	10,1	11,5	12,4	12,7	0,4	4,4	10,8
Zapasy (pp)	-1,0	-0,9	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-5,7	1,1	0,1	-0,2
Eksport netto (pp)	0,1	-0,3	-0,3	-0,6	-0,8	-1,2	3,2	-1,3	-0,4	-0,7
Produkcja przemysłowa [^] (% r/r)	3,9	3,0	3,2	4,4	3,2	2,6	-2,1	1,1	2,1	3,4
Produkcja budowlana [^] (% r/r)	-1,9	3,0	-8,1	2,2	7,1	3,1	4,8	-7,7	0,2	1,9
Sprzedaż detaliczna [^] (realnie, % r/r)	4,7	4,6	6,1	3,0	3,3	2,0	-3,2	3,2	3,9	3,5
Nominalny PKB (mld PLN)	979,1	1110,4	943,7	995,3	1047,0	1198,1	3415	3670	3913	4184
Rynek pracy										
Stopa bezrobocia rejestrowanego ‡(%)	5,6	5,7	6,1	5,7	5,7	5,8	5,1	5,1	5,7	5,8
Zatrudnienie – przedsiębiorstwa (% r/r)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,5	-0,2	0,3	-0,4	-0,8	-0,6
Place – przedsiębiorstwa (% r/r)	7,4	7,4	6,3	6,5	7,0	5,9	11,9	11,2	8,0	6,4
Ceny[^]										
Inflacja CPI (% r/r)	3,0	2,6	2,4	3,6	3,6	3,8	11,4	3,6	3,6	3,3
Inflacja bazowa (% r/r)	3,2	2,8	2,6	3,0	2,9	3,1	10,1	4,3	3,3	2,9
15% średnia obciąża (% r/r)	3,0	2,5	2,5	x	x	x	x	x	x	x
Inflacja PPI (% r/r)	-1,4	-2,4	-1,8	0,4	0,5	1,3	2,6	-6,7	-1,6	0,1
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	6,1	5,6	4,5	-2,6	5,5	6,5	5,0
Kredyty, ogółem (mld PLN)	1552,7	1575,3	1564,4	1590,6	1610,5	1630,5	1428,1	1499,6	1575,3	1630,5
Kredyty, ogółem (% r/r)	4,6	5,0	3,2	3,5	3,7	3,5	-0,1	5,0	5,0	3,5
Depozyty, ogółem (mld PLN)	2415,3	2474,1	2547,3	2574,3	2590,2	2632,4	2065,3	2266,0	2474,1	2632,4
Depozyty, ogółem (% r/r)	10,0	9,2	8,6	6,3	7,2	6,4	9,3	9,7	9,2	6,4
Bilans płatniczy										
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,5	-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	0,8	0,8	1,0	1,8	2,9	1,1	1,2	1,8
Polityka fiskalna*										
Saldo fiskalne (% PKB)	-7,2	-7,3	-7,8	-7,4	-7,1	-6,9	-5,2	-6,4	-7,3	-6,9
Dług publiczny (% PKB)	57,9	59,7	61,8	63,6	65,3	66,6	49,5	54,8	59,7	66,6
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* (%)	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.

*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	1,1760	1,17	1,19	Rynek wycenia obecnie bliskie zakończenie konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz relatywnie szybki spadek cen ropy i gazu w okolicie poziomów sprzed eskalacji. Zakładamy jednak stopniową normalizację rynku energii i utrzymanie podwyższonych cen w najbliższych miesiącach, co poprzez kanał terms of trade będzie ciężać walutom krajów będących importerami netto surowców energetycznych, w tym EUR. W efekcie oczekujemy stabilizacji EURUSD w pobliżu obecnych poziomów do końca 2q26.
EURPLN	4,24	4,27	4,25	Złoty zareagował na poprawę globalnego sentymentu w związku z oczekiwaną deeskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie silniej i szybciej niż zakładaliśmy. Normalizacja na rynku energii będzie jednak naszym zdaniem stopniowa, a utrzymanie podwyższonych cen surowców energetycznych będzie nadal negatywnie wpływać na terms of trade krajów będących ich importerami netto. W efekcie uważamy, że w krótkim terminie rynek może nadmiernie dyskontować pozytywny scenariusz dla PLN, co przechyla ryzyka dla kursu EURPLN w kierunku wyższych poziomów. W średnim terminie punktem równowagi pozostaje w naszej ocenie okolica 4,25.
Rentowność obligacji 5Y PLN	5,21%	5,00%	4,80%	Notowania na krajowym rynku obligacji pozostają obecnie w znacznym stopniu determinowane przez informacje napływające z Bliskiego Wschodu. Przy założeniu stopniowej deeskalacji konfliktu w dalszej części 2q26 dostrzegamy potencjał do obniżenia rentowności papierów skarbowych. Materializacja bardziej korzystnych scenariuszy, w tym szybsze wypracowanie porozumienia między USA i Iranem, mogłaby dodatkowo pogłębić skalę spadku dochodowości, przekraczając nasze obecne założenia bazowe.

	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	3,82	3,56	3,05	3,06
WIBOR 6M	3,89	3,84	3,84	3,84	3,84	3,80	3,45	3,07	3,07
WIBOR 12M	3,87	3,85	3,85	3,83	3,77	3,64	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	3,62	3,36	2,85	2,86
WIBID 6M	3,69	3,64	3,64	3,64	3,64	3,60	3,25	2,87	2,87
WIBID 12M	3,67	3,65	3,65	3,63	3,57	3,44	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	1,89	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	2,48	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	4,27	4,26	4,25	4,25	4,26	4,26	4,26	4,26
USDPLN	3,74	3,65	3,61	3,57	3,60	3,61	3,64	3,70	3,70
CHFPLN	4,68	4,64	4,58	4,47	4,43	4,39	4,35	4,35	4,35
GBPPLN	4,94	4,93	4,91	4,89	4,90	4,87	4,84	4,82	4,82
EURUSD	1,15	1,17	1,18	1,19	1,18	1,18	1,17	1,15	1,15
EURCHF	0,92	0,92	0,93	0,95	0,96	0,97	0,98	0,98	0,98
GBPUSD	1,32	1,35	1,36	1,37	1,36	1,35	1,33	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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczką)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

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](#)



Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

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.