

Główne gospodarki w makro-pigułce

| | 2024 | 2025 | 2026 | Komentarz |
|---------------------|------|------|------|--|
| USA | | | | |
| - realny PKB (%) | 2,8 | 2,1 | 2,1 | Wzrost PKB w 1q26 przyspieszył do 1,6% q/q saar (dane zrewidowane z 2,0% q/q saar) z 0,5% q/q saar w 4q25, kiedy aktywność znajdowała się pod negatywnym wpływem <i>government shutdown</i> . Coraz większe znaczenie mają związane z boomem AI inwestycje w sprzęt komputerowy oraz oprogramowanie, których wkład do wzrostu PKB w 1q26 wyniósł 1,4pp. Wzrost PKB w 2026 będzie najpewniej zbliżony do ubiegłorocznego. Jeszcze przed uderzeniem proinflacyjnego szoku energetycznego gospodarka USA borykała się ze skutkami podwyższonych cel, tym samym doszło do nałożenia dwóch proinflacyjnych szoków. Deflator PCE w kwietniu wzrósł do 3,8% r/r z 3,5% r/r w marcu, do 3,3% 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 obniżył się o 0,2% q/q, choć wcześniejszy szacunek wskazywał na wzrost o 0,1% q/q. W ujęciu rocznym wzrost spowolnił do 0,3% r/r (wst.: 0,8% r/r) z 1,2% na koniec 2025. Przełom roku to czas stagnacji w europejskiej gospodarce, a przedłużający się szok energetyczny odsuwa w czasie oczekiwane ożywienie. Nasza całoroczna prognoza zakłada wzrost PKB o 0,9%. Inflacja HICP w maju przyspieszyła do 3,2% r/r z 3,0% r/r w kwietniu, choć jeszcze w lutym wynosiła 1,9% r/r. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych pozostają wyraźnie powyżej poziomu sprzed wojny, co może spowalniać dezinflację już po ustaniu szoku energetycznego. |
| - inflacja HICP (%) | 2,4 | 2,1 | 2,6 | |
| Chiny | | | | |
| - realny PKB (%) | 5,0 | 5,0 | 4,7 | Chińska gospodarka na razie pozostaje odporna na szok paliwowy, choć dane o produkcji i sprzedaży w kwietniu sugerują spowolnienie aktywności. Dynamika PKB w 1q26 przyspieszyła do 5,0% r/r z 4,5% r/r w 4q25. Inflacja PPI w maju ponownie przyspieszyła i osiągnęła 3,9% r/r po prawie 3,5 roku deflacji, co może nieco ograniczać 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 | Wzrost PKB w 1q26 spowolnił do 3,5% r/r z 4,1% r/r w 4q25, głównie ze względu na mroźną zimę. Negatywną niespodziankę sprawiły inwestycje – wzrosły tylko o 2,4% r/r. Oczekujemy, że w całym roku PKB wzrośnie o 3,5%, inwestycje istotnie przyspieszą (do 10%), a konsumpcja prywatna zwiększy się o ok. 3,1%. Oba agregaty pozostają wg nas w dużej mierze niezależne od szoku naftowego – inwestycje za sprawą napływu środków z UE, a konsumpcja dzięki stabilnemu rynkowi pracy i zgromadzonym oszczędnościom konsumentów. Bilans czynników ryzyka dla prognozy dynamiki PKB przesunięty jest jednak w dół, m.in. za sprawą możliwego dalszego pogorszenia kondycji naszych głównych partnerów handlowych i przedłużenia okresu utrzymywania się wysokich cen ropy naftowej. |
| Procesy inflacyjne | | | | |
| - inflacja CPI (%) | 3,6 | 3,6 | 3,0 | Inflacja CPI w ostatnich miesiącach mocno zaskakiwała. W maju, wg wstępnych danych spadła do 3,1% r/r z 3,2% r/r, mimo oczekiwań wzrostu do 3,7% r/r. Główną przyczyną spadku był głęboki (nieobserwowany w takiej skali w XXI wieku) miesięczny spadek cen żywności o 1% m/m. Jak na razie dane nie wskazują na rozkręcanie się efektów drugiej rundy – firmy nie są w stanie przerzucić rosnących kosztów na konsumentów. Majowe dane istotnie ograniczają ryzyko przebicia przez inflację górnej granicy odchyłań od celu NBP (3,5%) - przy braku nowych szoków geopolitycznych i ścieżce paliw implikowanej z kontraktów na ropę naftową. W konsekwencji obniżyliśmy średnioroczną prognozę inflacji CPI do ok. 3,0% z wcześniejszych 3,3%. Niepewność pozostaje jednak podwyższona. |
| Agregaty monetarne | | | | |
| - kredyty/depozyty (%) | 5,0/9,7 | 5,0/9,2 | 3,4*/6,4 | Oczekujemy dalszego ożywienia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych (w przypadku kredytów mieszkaniowych wspieranej przez refinansowania) oraz przedsiębiorstw (wspieranej przez realizację inwestycji). Dynamika depozytów powinna stopniowo słabnąć, choć wolniej niż wcześniej zakładaliśmy. |
| Równowaga zewnętrzna | | | | |
| - saldo obrotów bieżących (% PKB) | 0,3 | -0,9 | -1,9 | Wyższe ceny ropy i gazu zwiększają wartość importu, a zaburzenia w łańcuchach dostaw, droższy fracht i słabsza koniunktura u partnerów handlowych ograniczają wolumen wymiany. W efekcie deficyt bieżący w 2026 wyniesie około 2% PKB. |
| Polityka fiskalna | | | | |
| - saldo fiskalne (% PKB) | -6,4 | -7,3 | -6,9 | Sfera fiskalna pozostaje największym (i jedynym) źródłem nierównowagi polskiej gospodarki. Oczekujemy niewielkiej poprawy salda fiskalnego w 2026. Bilans czynników ryzyka jest trwale przesunięty w kierunku głębszego deficytu. |
| Polityka pieniężna | | | | |
| - stopa referencyjna NBP (%) | 5,75 | 4,00 | 3,75 | Niższa od oczekiwań majowa inflacja i nadzieje na stabilizację sytuacji na Bliskim Wschodzie istotnie ograniczają ryzyko podwyżek stóp NBP (choć rynki nadal wyceniacją scenariusz podwyżek). Bardziej gołębio wypowiedział się również prezes A.Głapiński. Podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp NBP, przynajmniej do końca 2026. W Radzie pojawiają się już głosy o możliwości powrotu do obniżek stóp. |

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Fed, MFV, PKO Bank Polski. *W styczniu 2026 NBP dokonał rewizji metodyki i wyłączył zadłużenie funduszy przepływowych w BGK ze statystyk monetarnych.

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 2,2% r/r (wst. 2,1% r/r) z 2,7% r/r w 4q25. Głównym czynnikiem wpływającym na spadek tempa wzrostu była wyższa dynamika importu (8,2% r/r) względem dynamiki eksportu (5,8% r/r), co obniżyło wzrost PKB o 1,1pp. Wzrost importu wynikał z silnego wzrostu inwestycji (6,4% r/r), które charakteryzują się znaczącą importochłonnością. Konsumpcja prywatna zwiększyła się o 3,5% r/r, dzięki ciąglemu realnemu wzrostowi dochodów, pomimo przyspieszenia inflacji. Według wstępnych danych inflacja CPI w maju obniżyła się silniej niż oczekiwano, do 2,1% r/r z 2,5% r/r w kwietniu, jednak pozostaje wyraźnie powyżej poziomu obserwowanego jeszcze przed atakiem USA i Izraela na Iran (w lutym wyniosła 1,4% r/r). W scenariuszu bazowym zakładamy, że stopy procentowe CNB pozostaną bez zmian do końca tego roku. Jednocześnie trudno całkowicie wykluczyć ryzyko podwyżki stóp ze względu na silną jastrzębią frakcję w Zarządzie (choć najnowsze dane inflacyjne osłabiają siłę ich argumentów). |
| - inflacja CPI (%) | 2,4 | 2,5 | 2,1 | |
| Węgry | | | | |
| - realny PKB (%) | 0,5 | 0,4 | 1,7 | 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), a zatem najszybciej od 3q22. Po stronie popytowej głównym źródłem ożywienia była konsumpcja, ze wzrostem o 5,5% r/r (nieco powyżej naszych oczekiwań), częściowo napędzanym przedwyborczymi działaniami rządu w postaci wypłaty dodatkowych świadczeń emerytalnych czy ulgi w podatku dochodowym. Spadek inwestycji o 0,1% r/r był mniejszy niż zakładaliśmy na podstawie dostępnych danych – słabym ogniwem były inwestycje w budownictwie, których spadek został częściowo zniwelowany przez inwestycje w maszyny i urządzenia (efekt zwiększania mocy produkcyjnych w branży <i>automotive</i>). Podobnie jak w ostatnich kilku kwartałach wkład eksportu netto do wzrostu był ujemny, a inwestycji bliski neutralnego. Inflacja CPI w maju spadła do 1,8% r/r z 2,1% r/r w kwietniu, pomimo oczekiwań na przyspieszenie wskaźnika do 2,2% r/r. Głównym czynnikiem stojącym za niespodzianką inflacyjną były ceny żywności i napojów bezalkoholowych. MNB na posiedzeniu w maju pozostawił stopę bazową na niezmiennym poziomie, przede wszystkim za sprawą wysokiej niepewności, która wymaga ostrożności. Po wyborach parlamentarnych i zmianie władzy istotnie obniżyły się rentowności obligacji i premia za ryzyko, a zatem czynnik o dużym znaczeniu dla banku centralnego. Widzimy przestrzeń do jednej obniżki o 25pb w tym roku, a nieoczekiwane obniżenie inflacji CPI w maju zwiększa prawdopodobieństwo takiego ruchu już na posiedzeniu w czerwcu. |
| - inflacja CPI (%) | 3,7 | 4,4 | 3,0 | |
| Rumunia | | | | |
| - realny PKB (%) | 0,9 | 0,7 | -0,6 | Dynamika PKB w 1q26 była ujemna i wyniosła -1,2% r/r (wst.: -1,7% r/r) wobec 0,2% r/r w 4q25. Spadek aktywności w ujęciu rocznym został odnotowany po raz pierwszy od 2020. Głównym hamulcem dla aktywności była konsumpcja prywatna, która obniżyła się o 1,8% r/r. Niższe niż przed rokiem, o 0,4% r/r, było również spożycie publiczne. Ujemna dynamika obu tych komponentów była wypadkową trwającej w Rumunii konsolidacji fiskalnej (obejmującej m.in. podwyższenie stawki VAT, akcyzy, podatku od dywidend, zamrożenie płac w sektorze publicznym oraz emerytur). Na tym tle bardzo dobrze radziły sobie inwestycje, które zwiększyły się o 4,7% r/r (3 kwartał z rządu wzrostu) i napędzane były przede wszystkim środkami unijnymi. Eksport netto miał dodatni wkład do wzrostu PKB, przede wszystkim ze względu na słaby popyt wewnętrzny ograniczający import. Słabość konsumpcji, a także silnie negatywny efekt przeniesienia, skłaniają nas do wyraźnej rewizji w dół prognozy dynamiki PKB w 2026. Inflacja CPI w kwietniu zgodnie z oczekiwaniami wzrosła do 10,7% r/r z 9,9% r/r w marcu, przekraczając dwucyfrowy próg po raz pierwszy od czerwca 2023. W drugiej połowie roku inflacja, za sprawą efektu bazy, powinna obniżyć się do około 4% r/r. NBR na posiedzeniu w maju pozostawił stopy na niezmiennym poziomie, a przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej jest ograniczona. Ewentualne wznowienie obniżek po ponad 2 latach przerwy mogłoby nastąpić w 4q26. |
| - 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 | „Zrobimy wszystko, aby utrzymać inflację na niskim poziomie. (...) Nie będziemy też obawiać się podnosić stóp procentowych, jeśli pojawi się ryzyko wzrostu inflacji po wyłączeniu cen energii. (...) Koncentrujemy się na inflacji bazowej. Podwyżka stóp byłaby również uzasadniona, gdyby wzrost jej impetu rozumiany przez nas jako trzymiesięczna średnia miesięcznych zmian cen.” Prezes A.Michl (18.05.2026, Insider via 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 | „Dotychczasowe podejście banku centralnego, polegające na warunkowej strategii <i>wait-and-see</i> , prawdopodobnie będzie kontynuowane jeszcze przez pewien czas, nawet jeśli inne banki centralne zdecydują się na działania. Biorąc pod uwagę obecne warunki monetarne oraz szacunki dotyczące dezinflacji, polityka banku centralnego jest w relatywnie dobrym miejscu do radzenia sobie z obecną niepewnością.” Wiceprezes C. Marinescu (12.05.2026, Bloomberg) |

[^]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 gołębiej wymowy komunikatu, zaś 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 nowego Prezesa Fed K.Warsha, jednak zarówno my, jak i rynek, nie spodziewamy się zmian w poziomie stóp w tym miesiącu. |
| Japonia | | | | | | |
| Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego | 0,75 | +25pb (grudzień 2025) | 15-cze | 1,00 | 1,25 | BoJ zgodnie z oczekiwaniami nie zmienił stóp procentowych, ale wynik kwietniowego posiedzenia wskazuje na zbliżającą się kolejną podwyżkę stóp. K.Ueda zasugerował, że ryzyko dla inflacji związane z wojną na Bliskim Wschodzie jest obecnie większe niż zagrożenia dla wzrostu, co scementowało oczekiwania na czerwcową podwyżkę stóp. |
| Strefa euro | | | | | | |
| Stopa refinansowa* | 2,15 | -25pb (czerwiec 2025) | 11-cze | 2,40 | 2,40 | EBC już w kwietniu rozważał podwyżkę stóp, jednak się na nią nie zdecydował. Sytuacja w gospodarce coraz bardziej odbiega od scenariusza bazowego z poprzedniej projekcji. Wielu przedstawicieli EBC sugeruje, że w czerwcu Bank zapobiegawczo podniesie stopy, aby zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne i utrzymać wiarygodność polityki pieniężnej. |
| Stopa depozytowa | 2,00 | | | 2,25 | 2,25 | |
| Wielka Brytania | | | | | | |
| Stopa bazowa | 3,75 | -25pb (grudzień 2025) | 18-cze | 3,75 | 3,75 | 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”. Silniejszy od oczekiwań spadek inflacji CPI w kwietniu ogranicza oczekiwania na zaostrożenie polityki pieniężnej. |
| Szwajcaria | | | | | | |
| Stopa bazowa | 0,00 | -25pb (czerwiec 2025) | 18-cze | 0,00 | 0,00 | Shok 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 | Riksbank w maju utrzymał stopę bazową na poziomie 1,75%, wskazując na mieszany obraz gospodarki i wysoką niepewność. Ryzyko nadmiernego wzrostu inflacji ponad cel Banku pozostaje ograniczone, a inflacja CPIF w kwietniu obniżyła się do 0,8% r/r. |
| 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 wait-and-see, choć nie wyklucza, że kolejnym ruchem może być podwyżka stóp procentowych. Zakładamy jednak, że jeszcze przez wiele miesięcy stopy w Czechach nie ulegną zmianie. |
| Węgry | | | | | | |
| Stopa bazowa | 6,25 | -25pb (luty 2026) | 23-cze | 6,00 | 5,75 | W oczach MNB mocniejszy forint oraz utrzymanie regulowanych cen paliw i limitów marż ograniczają presję cenową, a perspektywy inflacji wyraźnie się poprawiły. Mimo tego wysoka niepewność wymaga ostrożnego podejścia, tym samym Bank w maju pozostawił stopę bazową na niezmiennym poziomie. Po zmianie władzy istotnie obniżyły się rentowności obligacji i premia za ryzyko – istotny czynnik brany pod uwagę przez MNB. Nieoczekiwane obniżenie inflacji CPI w maju zwiększa ryzyko obniżki stóp już na posiedzeniu w czerwcu. |
| Rumunia | | | | | | |
| Stopa bazowa | 6,50 | -25pb (sierpień 2024) | 8-lip | 6,50 | 6,25 | Bank Rumunii w maju utrzymał stopy na niezmiennym poziomie. Jednocześnie zaznaczył, że w obecnych uwarunkowaniach politycznych kontynuacja konsolidacji fiskalnej, która ogranicza popyt i oddziałuje deflacyjnie, pozostaje obciążona wysoką niepewnością. Przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej jest ograniczona, a ewentualne wznowienie obniżek po ponad 2 latach przerwy mogłoby nastąpić w 4q26. |
| Turcja | | | | | | |
| Stopa repo | 37,00 | -100pb (styczeń 2026) | 11-cze | 37,00 | 33,00 | Bank Turcji nie zmienił stóp w kwietniu i zasygnalizował otwartość na zwiększenie restrykcyjności polityki w przypadku pogorszenia perspektyw inflacji, która dotychczas przyspieszyła jedynie nieznacznie. W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego łagodzenia polityki pieniężnej w miarę hamowania inflacji. |

Zródło: 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 | (Zapytana czy stopy procentowe w Polsce są obecnie na odpowiednim poziomie) „Według mnie, nie. Jeśli przyjmemy za oszacowaniami empirycznymi, że neutralne, realne stopy procentowe w Polsce – takie, które ani nie stymulują, ani nie spowalniają gospodarki – to 1,0-1,5%, to przy oczekiwaniach inflacyjnych, które przekroczyły 4%, i przy inflacji ponad 3%, główna stopa procentowa 3,75% to w istocie poluzowanie polityki pieniężnej.” (19.05.2026, rp.pl) |
| 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 | „Inflacja się lekko obniżyła, GUS podał inflację niższą niż się wszyscy spodziewali. Trudno to interpretować inaczej jak jakiś element, który zmniejsza prawdopodobieństwo podwyżki. W przekonaniu Rady obecny poziom stóp jest dobry, jest odpowiednio wysoki, żeby stabilizować inflację w obecnych warunkach i nie ma żadnego powodu, by ten poziom zmieniać czy dyskutować nad jego zmianą.” (3.06.2026, PAP Biznes) |
| M.Zarzecki | 2,9 | „Prawdopodobieństwo obniżenia stóp procentowych w 2026 wyraźnie się zmniejszyło. Bezsprzecznie wzrosło prawdopodobieństwo ich utrzymania lub podniesienia. Scenariusz bazowy zakłada przedłużenie paazy do końca 2026. Przemawia za tym utrzymująca się niepewność co do trwałości szoku naftowego i prognozowana inflacja bazowa na poziomie ok. 3% r/r.” (12.05.2026, PAP Biznes) |
| G.Masłowska | 2,9 | „Jeśli inflacja trwale spadnie poniżej górnej granicy odchylenia od celu i jeśli sytuacja geopolityczna się nie pogorszy, wówczas dyskusja na temat obniżek stóp procentowych będzie możliwa. (...) W tej chwili obniżki stóp procentowych są bardziej prawdopodobne niż podwyżki.” (9.06.2026, Bloomberg) |
| 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 | „Generalnie bardziej martwię się wzrostem gospodarczym niż inflacją. (...) Z pewnością nie ma uzasadnienia dla pochopnych decyzji, ponieważ sytuacja pozostanie niejasna przez jakiś czas. (...) Nawet gdyby inflacja w pewnym momencie przekroczyła 3,5% r/r, nasza reakcja nie powinna być automatyczna ani natychmiastowa.” (14.05.2026, 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 spodziewam się dalszych obniżek stop proc. z uwagi na niepewność geopolityczną. W perspektywie do końca roku bardziej prawdopodobnym scenariuszem w mojej ocenie jest podwyżka stóp. Jeżeli zjawiska cenowe wywołane konfliktem na Bliskim Wschodzie doprowadziłyby do odkotwiczenia, czy do zagrożenia odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i na wzrost ryzyka oddziaływania na ceny i płace, to Rada powinna być i jest gotowa do tego, aby podwyższyć stopy procentowe.” (13.05.2026, PAP Biznes) |
| L.Kotecki | 2,2 | „Myślę, że już chyba wszyscy się zgodziliśmy, że o obniżkach w tym roku, a pewnie nawet do połowy przyszłego roku, możemy zapomnieć. Dzisiaj na stole leży na razie utrzymywanie stóp na obecnym poziomie, ale być może - jak zostaną spełnione warunki (...), czyli dłużej trwający konflikt, utrzymujące się wysokie ceny ropy przekładające się na inne ceny - będziemy zmuszeni znowu do rozpoczęcia dyskusji o zaostrzeniu polityki pieniężnej, choć ono wciąż dziś jest mniej prawdopodobne niż utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie.” (13.05.2026, PAP Biznes) |

*Uszeregowanie dokonane na podstawie wyników ankiety PAP wśród ekonomistów bankowych (skala 1-5, gdzie 1 to skrajnie „gołębnie” 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 | 3,5 | 3,4 | 3,4 | 3,6 | 0,2 | 3,2 | 3,6 | 3,5 |
| Popyt krajowy (% r/r) | 3,9 | 4,6 | 3,7 | 4,1 | 4,4 | 4,9 | -3,0 | 4,8 | 4,2 | 4,3 |
| Konsumpcja prywatna (% r/r) | 3,5 | 4,3 | 3,3 | 2,8 | 3,5 | 3,0 | -0,3 | 2,9 | 3,7 | 3,1 |
| Nakłady brutto na śr. trwale (% r/r) | 6,8 | 6,6 | 2,4 | 10,2 | 11,5 | 12,4 | 12,7 | 0,4 | 4,4 | 10,0 |
| Zapasy (pp) | -1,0 | -0,9 | 0,0 | -0,3 | -0,7 | -0,5 | -5,7 | 1,1 | 0,1 | -0,4 |
| Eksport netto (pp) | 0,1 | -0,3 | 0,0 | -0,6 | -0,8 | -1,1 | 3,2 | -1,3 | -0,4 | -0,7 |
| Produkcja przemysłowa^ (% r/r) | 3,9 | 3,0 | 2,6 | 3,9 | 3,4 | 3,8 | -2,1 | 1,1 | 2,1 | 3,4 |
| Produkcja budowlana^ (% r/r) | -1,9 | 3,0 | -8,1 | 5,8 | 8,2 | 4,7 | 4,8 | -7,7 | 0,2 | 3,6 |
| Sprzedaż detaliczna^ (realnie, % r/r) | 4,7 | 4,6 | 6,1 | 4,0 | 3,2 | 2,0 | -3,2 | 3,2 | 3,9 | 3,7 |
| Nominalny PKB (mld PLN) | 979,1 | 1110,4 | 949,8 | 995,5 | 1047,1 | 1194,6 | 3415 | 3670 | 3913 | 4187 |
| Rynek pracy | | | | | | | | | | |
| Stopa bezrobocia rejestrowanego ‡(%) | 5,6 | 5,7 | 6,1 | 5,7 | 5,8 | 5,8 | 5,1 | 5,1 | 5,7 | 5,8 |
| Zatrudnienie – przedsiębiorstwa (% r/r) | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -0,6 | -0,4 | 0,3 | -0,4 | -0,8 | -0,7 |
| Place – przedsiębiorstwa (% r/r) | 7,4 | 7,4 | 6,3 | 5,9 | 6,5 | 5,8 | 11,9 | 11,2 | 8,0 | 6,1 |
| Ceny^ | | | | | | | | | | |
| Inflacja CPI (% r/r) | 3,0 | 2,6 | 2,4 | 3,2 | 3,0 | 3,2 | 11,4 | 3,6 | 3,6 | 3,0 |
| 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 obciążona (% r/r) | 3,0 | 2,5 | 2,5 | x | x | x | x | x | x | x |
| Inflacja PPI (% r/r) | -1,4 | -2,4 | -1,1 | 2,2 | 2,3 | 3,0 | 2,6 | -6,7 | -1,6 | 1,6 |
| Agregaty monetarne‡ | | | | | | | | | | |
| Podaż pieniądza, M3 (mld PLN) | 2642,7 | 2737,7 | 2804,4 | 2871,7 | 2931,3 | 3006,9 | 2268,2 | 2479,8 | 2737,7 | 3006,9 |
| Podaż pieniądza, M3 (% r/r) | 11,1 | 10,4 | 11,5 | 11,1 | 10,9 | 9,8 | 8,5 | 9,3 | 10,4 | 9,8 |
| Realna podaż pieniądza, M3 (% r/r) | 7,9 | 7,6 | 8,9 | 7,6 | 7,7 | 6,4 | -2,6 | 5,5 | 6,5 | 6,7 |
| Kredyty, ogółem (mld PLN) | 1552,7 | 1575,3 | 1564,4 | 1587,1 | 1608,2 | 1628,5 | 1428,1 | 1499,6 | 1575,3 | 1628,5 |
| Kredyty, ogółem (% r/r) | 4,6 | 5,0 | 3,2 | 3,2 | 3,6 | 3,4 | -0,1 | 5,0 | 5,0 | 3,4 |
| 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) | -0,9 | -0,9 | -0,8 | -1,0 | -1,4 | -1,9 | 1,6 | 0,3 | -0,9 | -1,9 |
| Saldo handlowe (% PKB) | -1,5 | -1,5 | -1,3 | -1,3 | -1,6 | -2,0 | 0,6 | -0,7 | -1,5 | -2,0 |
| Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB) | 1,4 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,4 | 2,1 | 2,9 | 1,1 | 1,2 | 2,1 |
| Polityka fiskalna* | | | | | | | | | | |
| Saldo fiskalne (% PKB) | -7,2 | -7,3 | -7,7 | -7,4 | -7,0 | -6,9 | -5,2 | -6,4 | -7,3 | -6,9 |
| Dług publiczny (% PKB) | 57,9 | 59,7 | 61,6 | 63,4 | 65,1 | 66,5 | 49,5 | 54,8 | 59,7 | 66,5 |
| 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 | 1,16 | 1,17 | 1,19 | Oczekiwana przez rynek i ekonomistów podwyżka stóp EBC w czerwcu, a także zakładana przez inwestorów deeskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i związane z nią udrożnienie cieśniny Ormuz będą sprzyjać umiarkowanemu wzrostowi kursu EURUSD. Skalę aprecjacji EUR względem USD ograniczać będą mocne dane makroekonomiczne z USA oraz rosnąca inflacja, które w krótkim terminie mogą wzmacniać rynkowe oczekiwania na podwyżkę stóp Fed w 2026. |
| EURPLN | 4,24 | 4,27 | 4,25 | Silne fundamenty polskiej gospodarki, mimo niestabilnego otoczenia globalnego, powinny sprzyjać stabilizacji złotego w pobliżu poziomu 4,25 EURPLN w horyzoncie 2026. W krótkim terminie dostrzegamy jednak ryzyko umiarkowanego wzrostu kursu, związane z oczekiwanym zawężeniem dyferencjału nominalnych stóp procentowych między Polską a strefą euro. Takiemu scenariuszowi sprzyja bardziej jastrzębie nastawienie EBC przy jednocześnie neutralnej postawie RPP. |
| Rentowność obligacji 5Y PLN | 5,45% | 5,00% | 4,80% | Zakładamy, że utrzymanie procesu deeskalacji na Bliskim Wschodzie będzie wspierać spadek rentowności krajowych SPW. Jednocześnie skala tego ruchu pozostanie prawdopodobnie ograniczana przez utrzymujące się na podwyższonych poziomach rentowności na rynkach bazowych, wspierane przez relatywnie mocne dane makroekonomiczne z USA, ograniczające przestrzeń do obniżek stóp procentowych przez Fed. |

| | 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](#)



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.