

# Kwartalnik Ekonomiczny

2q26

## Analizy Makroekonomiczne

30 czerwca 2026



Centrum  
Analiz



## Karawana jedzie dalej

- **Wojna na Bliskim Wschodzie to na razie mniejszy szok stagflacyjny niż się obawiano.** Globalny wzrost ucierpiał mało (głównie w Azji, mniej w Europie i niewiele w USA) i scenariusz dla światowej gospodarki nie ulega zasadniczej zmianie. Karawana jedzie dalej. Trochę bardziej pogorszyły się prognozy dla inflacji (mocniej w USA niż w strefie euro), co zmienia perspektywy polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Skutki wojny przekreśliły szanse na obniżki stóp procentowych Fed oraz sprowokowały podwyżkę stóp EBC. Wstępne porozumienie USA–Iran i częściowe udrożnienie cieśniny Ormuz buduje optymizm, że szok będzie wygasać. W takich warunkach kierunek dla globalnej gospodarki wyznaczałyby inwestycje związane z AI, głównie w USA, oraz nakłady infrastrukturalno–zbrojeniowe w Europie.
- **Krajowa gospodarka pozostaje na ścieżce szybkiego wzrostu.** Szok naftowy nie wybił jej z rytmu, a jego wpływ jest na razie mniejszy niż ostrej zimy. Dane potwierdzają wyraźne ożywienie w inwestycjach i stabilnie solidny wzrost konsumpcji. Nadal prognozujemy wzrost PKB o 3,5% w 2026 i blisko 3,0% w 2027.
- **Rynek pracy przechodzi wiele strukturalnych zmian i jednocześnie znajduje się w stanie zdrowej równowagi:** niższy popyt na pracę obniżył dynamikę płac, ale nie przekłada się na wzrost bezrobocia. Płace rosną przy tym nadal wyraźnie szybciej niż ceny, pozwalając na wzrost konsumpcji i oszczędności.
- **Prognozy inflacji zmieniały się ostatnio równie często jak sytuacja w Zatoce Perskiej, odzwierciedlając zależność od cen ropy i rozwiązań regulacyjnych.** Program CPN spełnił swoją rolę – zakotwiczył oczekiwania inflacyjne. Jego zakończenie podbija inflację, ale nieznacznie i przejściowo. Nie widać efektów drugiej rundy, nie ma presji z rynku pracy, a to zapowiada powrót inflacji do punktowego celu w 2027.
- **Wzrost cen ropy pogłębił deficyt handlowy i całego rachunku obrotów bieżących, ale mniej niż się obawialiśmy.** Równowaga zewnętrzna nie jest poważnie zagrożona, a pozytywnym sygnałem jest rosnąca geograficzna dywersyfikacja eksportu i wciąż wyjątkowo duża dywersyfikacja towarowa.
- **Nasza strategia, by częstotliwość zmian prognoz stóp NBP była odwrotnie proporcjonalna do częstotliwości zmian retoryki RPP, popłaca.** Podtrzymujemy przewidywania, że do końca 2026 Rada nie zmieni stóp. Nasze prognozy inflacji wskazują, że w 2h27 pojawi się przestrzeń do obniżek. Rynkowe wyceny, wcześniej zakładające wzrost stopy referencyjnej w tym roku do 4,50%, skonwergowały do naszego scenariusza.
- **Pogorszenie sytuacji finansów publicznych pozostaje najpoważniejszą słabością polskiej gospodarki.** Ryzyko fiskalne sukcesywnie narasta, a dodatkowe koszty związane z szokiem naftowym nie pomogły. Zderzenie ze ścianą w postaci przekroczenia ustawowego progu ostrożnościowego dla długu publicznego nastąpi najdalej w 2027, co oznaczałoby konieczność przeprowadzenia drastycznych dostosowań fiskalnych w 2029.

### Główny Ekonomista

Piotr Bujak  
piotr.bujak@pkobp.pl

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl  
 @PKO\_Research  
centrumanaliz.pkobp.pl

### Dyrektorka Biura

Marta Petka-Zagajewska

Urszula Kryńska

Szymon Fabiański

Kamil Pastor

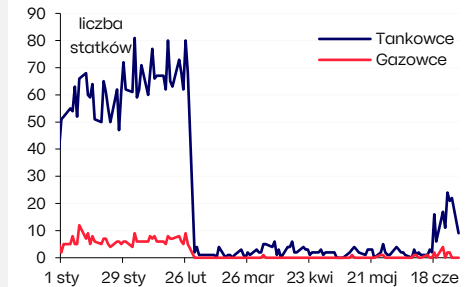
Agnieszka Pierzak

Michał Reczek

dr Anna Sznajderska

Anna Wojtyniak-Stefańska

### Ruch statków w cieśninie Ormuz



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

### Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Realny PKB (% r/r)	3,5	3,7	3,4	3,5	3,4	3,2	2,4	2,2	3,6	3,5	2,8
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,3	2,8	3,1	3,1	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,4	3,0	3,3	3,8	3,3	2,9	2,4	2,1	3,6	3,2	2,8
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	2,6	3,0	3,0	3,3	3,2	2,9	2,8	2,6	3,3	3,0	2,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,8	-0,9	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	-1,8	-1,7	-0,9	-1,7	-1,7
Saldo fiskalne (% PKB)*	-7,5	-7,2	-6,9	-7,1	-6,9	-6,8	-6,9	-6,7	-7,3	-7,1	-6,7
Dług publiczny (% PKB)*	61,6	63,2	64,7	65,8	67,2	68,6	70,0	71,2	59,7	65,8	71,2
Stopa referencyjna NBP (%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	4,00	3,75	3,25

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), \*ESA2010, \*dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

## (0). Założenia co do konfliktu na Bliskim Wschodzie

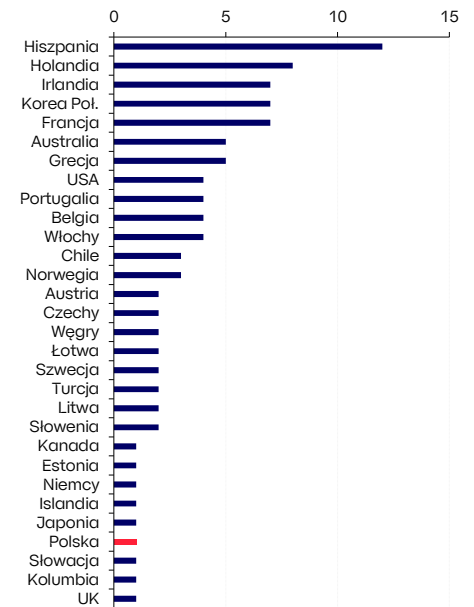
Wojna na Bliskim Wschodzie i zamknięcie cieśniny Ormuz wywołały globalny szok podażowy na rynku surowców energetycznych, szczególnie ropy naftowej. Choć coraz więcej sygnałów wskazuje, że konflikt dobiega końca, a ruch przez cieśninę zaczął wracać do poziomów sprzed jego wybuchu, negatywne skutki dla globalnej gospodarki są już widoczne. **Wzrost kosztów energii, transportu i ubezpieczeń osłabił aktywność firm, pogorszył warunki handlu i ponownie podbił presję inflacyjną.** [OECD prognozuje](#), że globalny wzrost PKB w 2026 spowolni do 2,8%, wobec 2,9% w poprzedniej edycji i 3,4% w 2025. W strefie euro skala hamowania będzie jeszcze większa. PKB w 2026 ma wzrosnąć jedynie o 0,8% wobec 1,4% w 2025. Handel w Europie ma rosnąć ponad 2-krotnie słabiej niż w 2025. Jednocześnie, inflacja w państwach G20 ma w 2026 wynieść 4,0% vs 3,4% w 2025.

**Na tle osłabienia globalnej gospodarki, Polska zaskakuje odpornością.** Głównym skutkiem szoku są wyższe wskaźniki inflacji PPI i CPI. **W sferze realnej efekty są widoczne praktycznie tylko w branżach bezpośrednio powiązanych z surowcami transportowanymi przez cieśninę Ormuz.** Dane o koniunkturze (na następnej stronie) wskazują na pogorszenie nastrojów w rafinacji ropy i produkcji chemikaliów. Problemy dotyczą również transportu, który silnie zależy od cen paliw. Wyższa inflacja uderza głównie w konsumentów, którzy w warunkach większej niepewności częściowo ograniczają zakupy. Widać to w niższym wzroście sprzedaży detalicznej. **Popyt konsumencki został częściowo osłonięty przez program CPN,** który relatywnie niskim kosztem ograniczył ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz uruchomienia sprzężeń, przez które skutki wstrząsu podażowego byłyby znacznie bardziej dotkliwe. **Mimo trwającego już czwarty miesiąc szoku podażowego, coraz więcej firm w badaniach koniunktury sygnalizuje zwiększenie produkcji, odbudowę popytu oraz poprawę sytuacji finansowej.** W danych widać też, że odbiorcy surowców szukali nowych dostawców. Choć w przypadku surowców energetycznych „elastyczność Armingtona”, czyli możliwość zastąpienia importu produkcją krajową, jest niska, od lutego produkcja w krajowym górnictwie istotnie wzrosła, ograniczając powstałe niedobory. Krótkookresowym wsparciem dla firm było również osłabienie złotego, co poprawiło konkurencyjność cenową krajowych dostawców, choć ten efekt ma granice. Głównym kanałem negatywnego wpływu wojny na krajową gospodarkę jest słabsza aktywność u partnerów handlowych.

**Taki obraz potwierdzają dane ze sfery realnej. Nasze szacunki miesięcznego PKB wskazują, że wzrost w 2q26 był na podobnym poziomie jak w 1q26.** To wzmacnia tezę, że **polska gospodarka pozostaje jak na razie „kuloodporna”,** chociaż pełna ocena wpływu szoku będzie możliwa dopiero za kilka kwartałów. Część efektów może ujawnić się z opóźnieniem, na razie jednak krajowa aktywność pozostaje stabilna, a gospodarka skutecznie absorbuje zewnętrzny wstrząs.

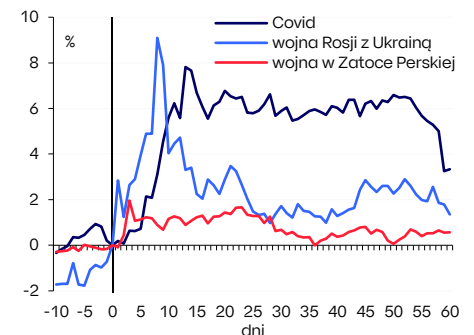
**W scenariuszu bazowym zakładamy, że USA i Iran osiągną co najmniej częściowe porozumienie w 60-dniowym okresie negocjacji, a cieśnina Ormuz będzie dalej stopniowo otwierana.** Ryzyko wokół tego założenia jest jednak wysokie. Pierwsze otwarcie cieśniny okazało się nietrwałe, a szlak został ponownie zamknięty. Ponadto, [raport OIES wskazuje, że samo „otwarcie” Ormuz nie oznacza szybkiego powrotu rynku ropy do normy.](#) Nawet po deeskalacji utrzymają się wąskie gardła logistyczne, wyższe koszty frachtu i ubezpieczeń, nierówny restart wydobywania oraz napięcia na rynku produktów naftowych. Przepływy przez Ormuz mają wrócić do ponad 95% poziomu sprzed kryzysu najwcześniej w 4q26. Według [IEA](#) globalny popyt na ropę w 2026 vs 2025 ma spaść o 1,1 mln bbl/d, a podaż o 3,9 mln bbl/d, do 102,4 mln bbl/d. W 2027 rynek może jednak ponownie wejść w nadwyżkę, przy wzroście podaży o 8 mln bbl/d i popytu o 2 mln bbl/d. Cena Brent spadła już z ponad 120 USD/bbl w szczycie do poniżej 80 USD/bbl, a dalszą ścieżkę zakładamy zgodnie z kontraktami terminowymi. **Nasz scenariusz pozostaje więc kierunkowo spójny z poprzednim [Kwartalnikiem](#): konflikt wygasa, ceny ropy stopniowo spadają, ale niepewność pozostaje wysoka. Jednocześnie sama trajektoria cen ropy jest nawet nieco niższa niż zakładaliśmy w marcu.**

Liczba ogłoszonych programów wsparcia w zakresie energii w 2026



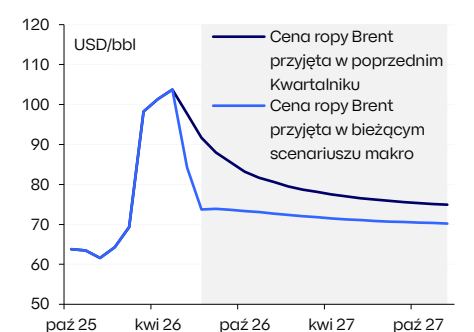
Źródło: OECD, PKO Bank Polski.

Reakcja EURPLN na trzy ostatnie globalne szoki (zmiana kursu w %)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

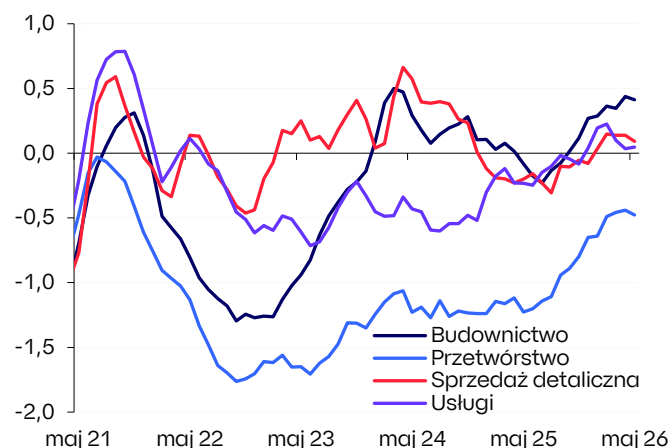
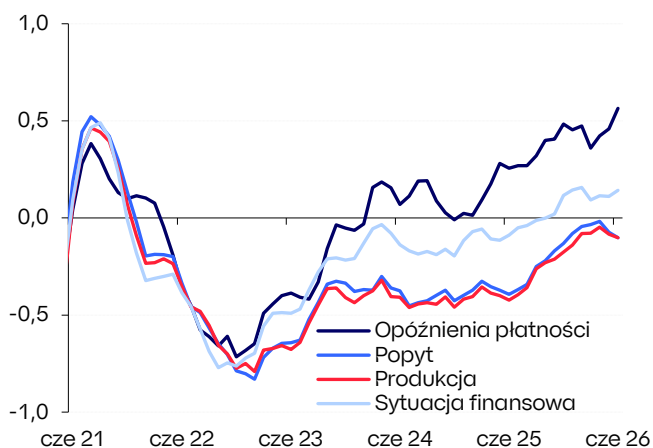
Cena ropy Brent w naszym scenariuszu makro (średnio w miesiącu na podstawie kontraktów terminowych)



Źródło: Refinitiv, PKO Bank Polski.

Składowe koniunktury gospodarczej\*

Koniunktura w sektorach\*\*



\*Indeksy powstały jako średnia ważona sektora usług, budownictwa i przetwórstwa.

\*\*Indeksy powstały jako średnia ważona składowych dla danego sektora.

Zmiana składowych bieżącej koniunktury GUS w przetwórstwie (lutym –czerwiec 2026)

pkt.	Ogólna sytuacja	Popyt	Produkcja	Sytuacja finansowa	Opóźnienia płatności
Urządzenia elektryczne	3,8	25,2	16,4	11,4	-82,7
Pozostały sprzęt transportowy	10,4	23,7	11,7	19,6	-7,6
Guma i tworzywa sztuczne	13,9	25,6	11,7	14,8	2,0
Naprawa i instalacja maszyn	-4,4	12,9	6,3	47,9	3,0
Pozostały przemysł	-4,7	16,1	24,0	7,9	-20,8
Wyroby metalowe	1,3	18,3	10,7	14,2	-27,4
Metalurgia	3,5	14,5	17,0	6,3	7,1
Papier i wyroby papierowe	12,0	2,8	3,2	25,9	45,2
Chemikalia	-0,6	19,9	7,3	20,5	0,5
Tekstylia	1,6	11,7	-1,3	14,8	-17,8
Poligrafia	4,1	-23,3	21,8	-6,9	2,0
Motoryzacja	9,1	10,1	7,3	-8,2	8,6
Maszyny i urządzenia	7,9	8,8	-7,3	8,8	-16,8
Wyroby mineralne niemetaliczne	-2,2	11,0	10,4	-9,8	-23,4
Przetwórstwo	-11,4	1,9	2,5	9,5	-25,9
Skóra i wyroby skórzanе	-4,4	-30,9	30,6	-29,3	-19,3
Odzież	6,3	1,3	-8,8	6,3	38,1
Elektronika i optyka	6,6	-2,8	-10,7	-2,5	-9,1
Farmaceutyki	-0,3	-14,8	2,8	-14,5	13,2
Koks i rafinacja ropy	-6,6	-15,5	-9,1	3,8	6,6
Meble	-2,5	-3,8	-8,2	-12,3	-2,5
Drewno i wyroby z drewna	-9,1	-11,7	-5,0	-4,7	10,2
Żywność, napoje i tytoń	-23,7	-23,0	-30,6	-21,1	17,3

Wartości w tabeli pokazują zmianę pozycji wskaźnika między czerwcem a lutym 2026 na jego historycznej skali (0–100 pkt.), gdzie 50 pkt. to poziom zbliżony do mediany, 100 pkt. najlepszy odczyt, a 0 pkt. najslabszy odczyt. Kolorem czerwonym oznaczono pogorszenie wartości wskaźnika (z wyjątkiem wskaźnika opóźnień płatności, dla którego pogorszeniem jest wzrost wartości), natomiast kolorem niebieskim zaznaczono poprawę. Sektory uszeregowano według skali poprawy koniunktury, rozumianej jako średnia ważona zmian poszczególnych składowych wskaźnika. Do wyznaczenia syntetycznej miary koniunktury przyjęto następujące wagi składowych: ogólna sytuacja – 35%, popyt – 10%, produkcja – 35%, sytuacja finansowa – 25%, natomiast opóźnienia płatności uwzględniono z wagą –5%.

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Dane odsezonowane przez PKO BP. Indeksy na wykresach po normalizacji (z-score) wokół średniej długookresowej. Wartości dodatnie oznaczają poziom indeksu powyżej średniej długookresowej, a ujemne – poniżej. Odwrócono znak dla opóźnień płatności (wzrost to zmniejszenie opóźnień).

## (1). Otoczenie zewnętrzne

### TRENDY BIEŻĄCE

W ostatnich miesiącach wojna USA i Izraela z Iranem determinowała globalne nastroje i otoczenie makro. W 1q26 tempo wzrostu PKB w strefie euro wyraźnie spowolniło (do 0,3% r/r), natomiast w USA (1,6% q/q saar) i Chinach (5,0% r/r) wzrost gospodarczy przyspieszył względem końca 2025. Już w momencie wybuchu wojny inflacja w USA była podwyższona, a silny wzrost cen paliw podbił inflację CPI w maju do 4,2% r/r. Wzrosły także oczekiwania inflacyjne konsumentów. Sytuacja na rynku pracy nieco się poprawiła, zatrudnienie rośnie nieprzerwanie od 3 miesięcy (po okresie wzrostów przeplatanych spadkami), a stopa bezrobocia jest stabilna. Rezerwa Federalna od grudnia 2025 utrzymuje stopy procentowe bez zmian, od czerwca przewodzi jej K.Warsh. W strefie euro inflacja HICP w maju wzrosła do 3,2% r/r, a EBC w czerwcu dokonał pierwszej od września 2023 podwyżki stóp. Chińska inflacja CPI kształtuje się nieco powyżej 1% r/r, natomiast inflacja PPI przyspieszyła w maju do 3,9% r/r po niemal 3,5 roku deflacji. Miesięczne dane za kwiecień i maj zwiastują spowolnienie aktywności w 2q26.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Z powodu blokady cieśniny Ormuz podnieśliśmy prognozy inflacji CPI w USA (do 3,5% w 2026) i strefie euro (do 3,0%), a także obniżyliśmy prognozy wzrostu PKB na ten rok w obu gospodarkach (w USA do 2,1%, w strefie euro do 0,7%). Boom AI i związane z nim inwestycje będą wspierać wciąż solidne tempo wzrostu Stanów Zjednoczonych. Inflacja CPI w USA przekracza cel już 6. rok z rzędu i w kolejnym najpewniej wciąż będzie podwyższona. W strefie euro wzrost inflacji powinien być przejściowy, choć scenariusze skrajne EBC pokazują, że powrót do celu może zająć znacznie dłużej. Wzrost PKB wyhamuje względem 2025, choć wydatki zbrojeniowe, KPO i niemiecki pakiet fiskalny będą łagodzić negatywny wpływ szoku podażowego. W Chinach oczekujemy stopniowego hamowania wzrostu PKB w tym i kolejnym roku, przy stabilizacji inflacji CPI na dodatnim poziomie.

Ponownie podnieśliśmy prognozę dla stóp procentowych w USA, natomiast w strefie euro utrzymujemy ją bez zmian. Oczekujemy stabilizacji stóp Fed do końca tego roku (wcześniej oczekiwaliśmy 1 obniżki), a powrotu łagodzenia spodziewamy się dopiero w połowie 2027, gdy inflacja CPI istotnie się obniży. Bilans czynników ryzyka jest przechylony w górę, a połowa członków FOMC w czerwcu uznała, że w tym roku byłaby wskazana podwyżka stóp. W bazowym scenariuszu oczekujemy stabilizacji stóp EBC co najmniej do końca roku. Za taką prognozą stoją m.in. słowa Prezeski Ch.Lagarde, która uważa, że Bank nie musi kontynuować podwyżek, bo inflacja w średnim terminie ma wrócić do celu. Nie brakuje jednak głosów z Rady Prezesów EBC, które sugerują konieczność dalszych podwyżek. Bilans czynników ryzyka, wzorem USA, jest przechylony w górę.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

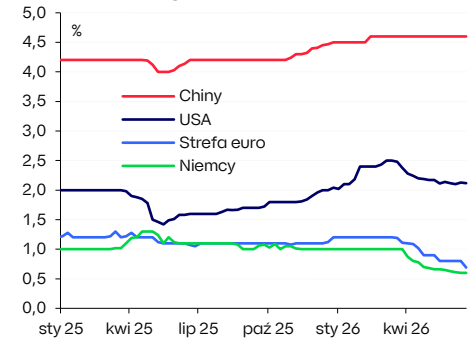
Głównymi źródłami niepewności są: (1) ceny surowców energetycznych i ich przełożenie na inflację; (2) wpływ szoku energetycznego na popyt; (3) tempo realizacji wydatków zbrojeniowych w UE i pakietu fiskalnego w Niemczech.

### Otoczenie zewnętrzne

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	0,3	0,8	0,8	0,9	0,9	1,2	1,3	1,3	1,4	0,7	1,2
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	2,1	3,2	3,3	3,3	3,0	2,1	1,9	2,0	2,1	3,0	2,3
Strefa euro: Stopa depozytowa EBC (%)	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00	2,25	2,25
USA: Realny PKB (% q/q saar)	1,6	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,7	3,9	3,7	3,6	3,3	2,2	2,2	2,2	2,7	3,5	2,5
USA: Stopa procentowa fed funds(%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25	3,75	3,75	3,25
Chiny: Realny PKB (% r/r)	5,0	4,5	4,6	4,6	4,4	4,3	4,5	4,5	5,0	4,7	4,4
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	0,8	1,2	1,1	1,1	1,2	1,0	1,0	1,1	0,1	1,1	1,1

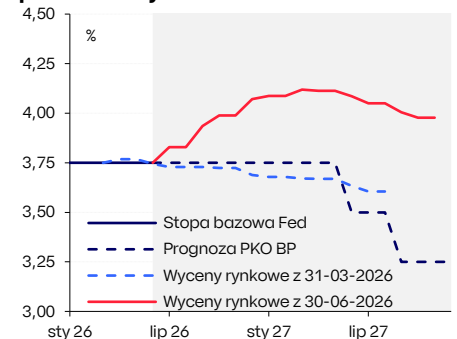
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

### Mediana prognoz wzrostu PKB w 2026



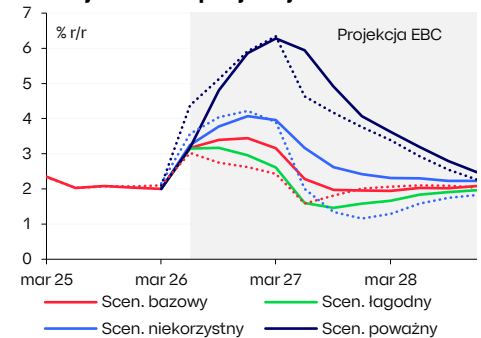
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

### Wyceny rynkowe ścieżki stóp procentowych Fed



Źródło: Macrobond, Bloomberg, PKO Bank Polski.

### Inflacja HICP w projekcji EBC



Źródło: EBC, PKO Bank Polski.

Uwaga: Liniami ciągłymi oznaczono prognozy z czerwca 2026, zaś liniami kropkowanymi prognozy z marca 2026.

## (2). Sfera realna

### TRENDY BIEŻĄCE

Polska wykazała odporność na kolejny zewnętrzny szok – większy wpływ na aktywność gospodarczą miała fala mrozów na początku roku niż obserwowany wiosną gwałtowny skok cen surowców energetycznych. Wzrost PKB w 1q26 spowolnił do 3,5% z 4,1% r/r, mniej dotkliwie niż szacowaliśmy w poprzednim [Kwartalniku](#), dzięki zaskakująco dużemu wkładowi spożycia indywidualnego i publicznego. Inwestycje na początku roku nieco rozczarowały, rosnąc o 2,4% r/r, co było złożeniem kontynuacji przyspieszenia inwestycji prywatnych (8,7% r/r dla firm zatrudniających powyżej 50 osób) oraz słabości inwestycji publicznych, najpewniej związanej z wywołanym przez mrozy spadkiem inwestycji samorządów oraz mniejszymi dostawami sprzętu zbrojeniowego. **Szacujemy, że w 2q26 wzrost PKB nie będzie słabszy niż na początku roku.**

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

**Podtrzymujemy dotychczasową prognozę, że w 2026 wzrost PKB wyniesie 3,5%.** Polska jest jedną z nielicznych gospodarek europejskich, dla których nie było znaczącej rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego, co zawdzięczamy dwóm solidnym i niezależnym od globalnej koniunktury motorom – silnemu konsumentowi oraz finansowanej przez środki z UE aktywności inwestycyjnej. **Rewizje składowych PKB względem poprzedniego Kwartalnika są kosmetyczne:** (1) trochę wyższa ścieżka inflacji wymusiła lekką korektę w dół konsumpcji, jednak i tak wzrośnie ona o solidne 3,0%; (2) słabszy od prognoz 1q26 zaowocował niższą, ale nadal dwucyfrową dynamiką inwestycji w całym 2026.

**Na 2027 prognozujemy spowolnienie wzrostu PKB do 2,8%.** Dynamika konsumpcji utrzyma się na poziomie 3,0%, a obserwowane na przełomie 2026/2027 spowolnienie wzrostu realnych dochodów może być wygładzone poprzez ograniczenie historycznie wysokiej stopy oszczędności. **Głównym źródłem zmienności PKB będą inwestycje,** których wzrost po zakończeniu terminów związanych z KPO obniży się do niskiego, jednocyfrowego poziomu. Związane z wygaszaniem KPO **spowolnienie inwestycji będzie ograniczane przez napływ środków unijnych z wieloletnich ram finansowych** i mniej wyraźne niż w poprzednich tego typu epizodach, w szczególności niż w 2016, kiedy inwestycje obniżyły się o 7,4%. Znaczenie środków unijnych w finansowaniu inwestycji w gospodarce zależy od fazy cyklu unijnego, ale zasadniczo się obniża – obecnie wpływ KPO szacujemy na ok. 5% inwestycji w gospodarce, a w połączeniu ze standardowymi funduszami na ok. 11%, mniej niż w poprzednich cyklach. Dodatkowo, lukę po KPO wypełnią inwestycje finansowane w ramach SAFE.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

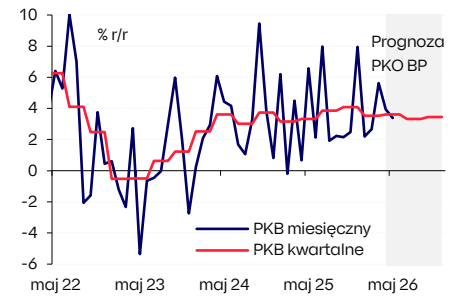
Głównymi źródłami niepewności są: (1) popyt zagraniczny, (2) preferencje gosp. domowych względem konsumpcji i oszczędzania, (3) skutki wojny w Ukrainie i na Bliskim Wschodzie, (4) tempo i efektywność wykorzystania KPO i SAFE.

### Sfera realna

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Realny PKB (% r/r)	3,5	3,7	3,4	3,5	3,4	3,2	2,4	2,2	3,6	3,5	2,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	3,5	4,2	4,2	4,6	3,1	2,9	2,2	1,9	4,1	4,2	2,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,3	2,8	3,3	2,8	2,8	3,0	3,2	3,1	3,7	3,0	3,0
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)	3,5	4,4	4,9	5,2	3,0	2,9	2,4	2,1	4,0	4,5	2,6
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	2,4	10,2	11,5	12,4	6,0	3,5	0,0	0,0	4,4	10,0	1,7
Publiczne <sup>†</sup> (% r/r)	0,2	23,9	9,4	15,6	3,7	6,5	6,6	1,2	15,1	12,3	4,5
Prywatne <sup>‡</sup> (% r/r)	3,2	5,3	12,6	10,8	6,8	2,3	-3,0	-0,6	0,5	8,0	1,4
Zapasy (pkt. proc.)	0,0	-0,1	-0,7	-0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-0,4	-0,1
Eksport netto (pkt. proc.)	0,0	-0,6	-0,8	-1,1	0,3	0,3	0,2	0,3	-0,4	-0,7	0,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	2,6	3,6	3,1	3,5	3,5	3,9	2,8	2,6	2,1	3,2	3,2
Potencjalny PKB <sup>‡</sup> (% r/r)	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,2	3,3	3,4
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	0,0	-0,2

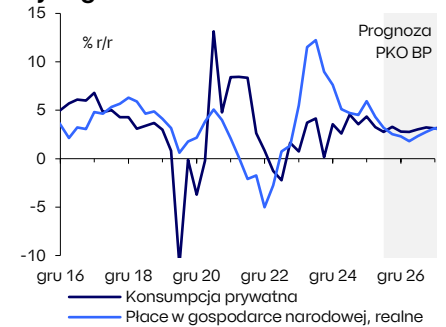
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. <sup>†</sup>szacunki własne.

### Miesięczny PKB



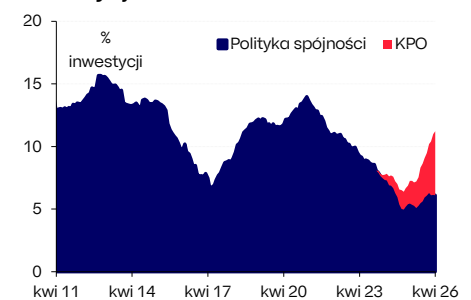
Źródło: Szacunki PKO Banku Polskiego na podstawie danych GUS. Przedstawiony szereg jest kwartalnym szeregiem PKB (indeks jednopodstawowy w cenach stałych) interpolowanym metodą Littermana-fixed, na podstawie danych o aktywności gospodarczej o wyższych częstotliwościach.

### Konsumpcja na tle realnych wynagrodzeń



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Relacja budżetu środków unijnych do inwestycji



Źródło: Ministerstwo Finansów. PKO Bank Polski.

### (3). Rynek pracy

#### TRENDY BIEŻĄCE

Dane z rynku pracy pokazują stabilne trendy, ale pod powierzchnią zachodzą istotne zmiany strukturalne. Rośnie liczba pracujących kobiet, a spada mężczyzn. Przybywa osób pracujących na niepełny etat, a ubywa pracujących w pełnym wymiarze. Spada liczba pracujących Polaków, podczas gdy w statystykach rośnie liczba cudzoziemców. Kurczy się liczba pracujących w firmach mikro i małych. Jednocześnie nadal rośnie liczba pracujących w firmach średnich i dużych oraz w największych aglomeracjach. W sektorze przedsiębiorstw (pow. 9 prac.) od 4 lat obserwujemy nieprzerwany spadek zatrudnienia. **Postępuje kreatywna destrukcja w gospodarce – pracownicy przepływają z branż zmagających się z problemami do branż rosnących.** Zatrudnienie maleje m.in. w górnictwie, przemyśle odzieżowym, AGD i motoryzacji, a rośnie m.in. w branży pozostałego sprzętu transportowego, produkcji elektroniki czy gospodarce odpadami. **Presja płacowa słabnie. W sektorze przedsiębiorstw dynamika płac w 2q26 najprawdopodobniej obniży się do 5,6% r/r, najniżej od 2020.** Presji płacowej nie napędzają już podwyżki płacy minimalnej i w sektorze publicznym. Popyt na pracę pozostaje niski, choć w ostatnich kwartałach obserwowaliśmy minimalną poprawę.

#### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

Oczekujemy dalszej normalizacji dynamiki płac i stabilizacji rynku pracy. **Dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w 2026 wyhamuje do 6,3% i 5,3% w 2027.** Siła negocjacyjna pracowników pozostaje ograniczona, czemu sprzyjają planowane niewielkie podwyżki płacy minimalnej i płac w sferze budżetowej w 2027 (3%). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w 2026 i 2027 będzie dalej spadać, ale w całej gospodarce (BAEL) oczekujemy już marginalnego wzrostu liczby pracujących, wspieranego przez stale rosnącą aktywność zawodową. Przy odbudowującym się popycie na pracę i ograniczeniach demograficznych **stopa bezrobocia, zarówno BAEL, jak i rejestrowanego, powinna pozostać blisko obecnych poziomów lub minimalnie spaść.**

AI nie wpływa jeszcze istotnie na polski rynek pracy w ujęciu zagregowanym, ale może zmienić strukturę zatrudnienia. Według raportu Banku Światowego rozwój AI nie musi znacząco obniżyć łącznego zatrudnienia, ale może przesuwać miejsca pracy między sektorami i zawodami. Kluczowa będzie mobilność pracowników. **W scenariuszu wysokiej mobilności efekt netto dla rynku pracy do 2035 jest niemal zerowy, natomiast przy niskiej mobilności ten sam szok może obniżyć zatrudnienie o ok. 340 tys. etatów.** Dla porównania [NASK i ILO szacowali](#), że w Polsce 817,5 tys. miejsc pracy ma bardzo wysoką podatność na automatyzację lub zmianę w zw. z AI. Rozważając wpływ AI na krajowy rynek pracy warto też jednak przypomnieć, że na dziś Polska charakteryzuje się relatywnie niską powszechnością stosowania rozwiązań AI, co opóźnia ich oddziaływanie na zatrudnienie.

#### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

Główne źródła niepewności to: (1) reakcja pracowników na szok podaży; (2) dynamika z jaką BAEL będzie uwzględniać cudzoziemców; (3) skala migracji.

#### Rynek pracy

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	-0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,8	-0,8	-0,2
Pracujący BAEL (% r/r)	1,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	6,1	5,8	5,8	5,8	6,0	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,3	2,8	3,1	3,1	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	58,7	58,3	58,7	58,7	58,9	58,6	59,4	59,4	58,6	58,6	59,0
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	6,3	5,6	6,0	5,3	4,9	5,3	5,2	5,0	8,0	5,8	5,1
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	6,7	6,2	6,1	6,3	5,4	5,4	5,2	5,2	8,7	6,3	5,3
Wydajność pracy (% r/r)	2,5	3,6	3,3	3,4	3,4	3,0	2,2	2,0	3,5	3,2	2,6
ULC (% r/r)	4,1	2,5	2,7	2,8	2,0	2,4	2,9	3,1	5,0	3,0	2,6

Źródło: GUS, PKO Bank Polski, \*koniec okresu.

#### Zmiana liczby pracujących w Polsce\*

Pracujący wg BAEL - zmiana 1q26 vs 1q24 (w tys.)		
wg płci	kobiety	mężczyźni
	122	-79
wg wymiaru etatu	pełny	niepełny
	-94	137
wg obywatelstwa	polskie	cudzoziemcy
	-194	237
wg wieku	młodzi (<25 lat)	seniorzy (60/65+)
	-11	50

Pracujący w gospodarce narodowej - zmiana gru'25 vs gru'23 (w tys.)			
wg wielkości firmy	do 9 prac.	do 50 prac.	50+ prac.
	-34	-63	39
wg własności kapitału	publiczny	prywatny kraj.	prywatny zagr.
	91	-155	26
wg lokalizacji	TOP 5 aglomeracji	reszta Polski	
	85	-127	

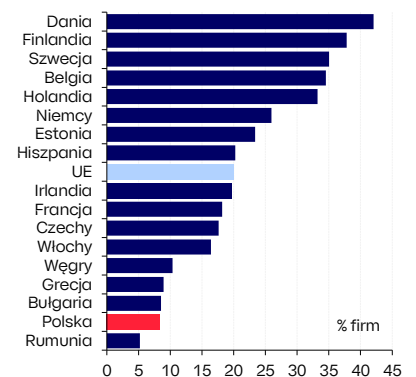
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. \*TOP 5 aglomeracji = Warszawa, Kraków, Poznań, Wrocław, Trójmiasto i otulina.

#### Mierniki presji płacowej w przedsiębiorstwach\*



Źródło: NBP, PKO Bank Polski. \*Szybki Monitoring NBP

#### Odsetek przedsiębiorstw wykorzystujących narzędzia AI (2025)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

## (4). Procesy inflacyjne

### TRENDY BIEŻĄCE

**Skala oddziaływania kryzysu na Bliskim Wschodzie na inflację jak na razie okazała się mniejsza od obaw.** Po skoku inflacji CPI w marcu, z 2,1% r/r do 3,0% r/r (i tak mniejszym od prognoz), w kwietniu i maju inflacja stabilizowała się lekko powyżej 3% r/r. Inflacja bazowa wzrosła nieznacznie – w maju wyniosła 3,1% r/r, pozostając w granicach dopuszczalnych odchyżeń od celu. Ceny producentów, głównie za sprawą produktów rafinacji ropy oraz koksu i wydobywania, zakończyły okres deflacji – w maju inflacja PPI wyniosła 2,4% r/r i była najwyższa od 3 lat, chociaż w ujęciu bazowym PPI wciąż spadał r/r.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

**Nasza prognoza inflacji w horyzoncie 1h27 przesunęła się wyraźnie w górę. W głównej mierze wynika to z aktualizacji założeń odnośnie do programu CPN.** W marcu nie zakładaliśmy wygaśnięcia programu, tymczasem obniżona akcyza na paliwa przestała obowiązywać od połowy czerwca, a wg medialnych doniesień i stanu prawnego, stawka VAT 23% powróci od początku lipca br. Za wyższą ścieżką inflacji w perspektywie jesieni–zimy stoi też przesunięcie w górę założeń odnośnie do cen żywności. Mimo tego, **w 2h27 inflacja będzie się wg nas plasować w okolicy 2% r/r, poniżej prognoz sprzed wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie.**

**Po stronie fundamentów nie widzimy istotnych zagrożeń inflacyjnych. Program CPN skutecznie zahamował narastanie oczekiwań inflacyjnych,** które powróciły do poziomów sprzed wybuchu konfliktu. Hamowanie dynamiki wynagrodzeń postępuje, wiele wskazuje, że w 2027 jeszcze się pogłębi, neutralizując presję kosztową. **W gospodarce nie widać symptomów efektów drugiej rundy,** co wg nas zapowiada stabilizację inflacji bazowej w przedziale 2,5–3,5% r/r. Dynamika cen nośników energii ustabilizowała się w okolicy 4–5% r/r. Zmianę przyniesie 2027, wraz z nowymi taryfami URE, ale wg nas będzie to zmiana dodatkowo ograniczająca ich wpływ na inflację. Dla cen paliw założyliśmy ścieżkę spójną z kontraktami. Jest ona nieznacznie niższa niż założenia z marca, co jednak w bliskim horyzoncie prognozy neutralizuje słabszy PLN (vs USD). Paliwa będą wg nas podbijać inflację do lutego 2027, w skali ok. 0,5pp. **Komponentem, którego proinflacyjne oddziaływanie wzrośnie, są naszym zdaniem ceny żywności.** Obecnie inflacja żywnościowa jest niska na tle ostatnich lat, ale warunki meteorologiczne (przymrozki, susza) negatywnie oddziałują na uprawy, zwłaszcza owoców. Dodatkowo, ceny globalne (FAO) powróciły do wzrostów, a wyższe ceny nawozów mogą ten trend nasilić. **Łącznie obraz procesów inflacyjnych jest jednak zaskakująco korzystny, zwłaszcza jak na siłę popytu krajowego w połączeniu z kryzysem naftowym.**

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

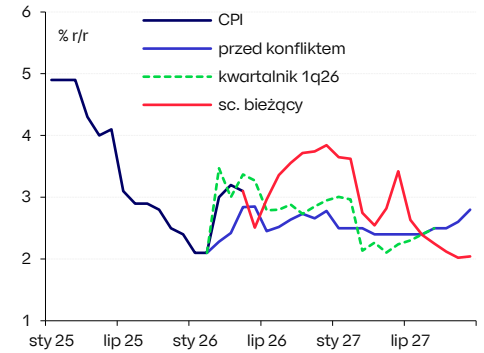
Głównymi czynnikami niepewności są: (1) ceny surowców i kurs PLN; (2) ewentualne efekty drugiej rundy, (3) kształtowanie się cen żywności.

### Procesy inflacyjne

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Inflacja CPIH (% r/r)	3,0	2,5	3,6	3,8	2,7	3,4	2,2	2,0	2,4	3,8	2,0
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	2,4	3,0	3,3	3,8	3,3	2,9	2,4	2,1	3,6	3,2	2,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,6	0,2	0,4	0,9	1,0	1,2	0,7	0,6	1,2	0,5	0,9
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,3	1,0	1,2	1,0	0,5	0,1	0,7	-0,1	0,5	0,9	0,3
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,5	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7	1,1	1,6	1,9	1,7	1,5
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	2,6	3,0	3,0	3,3	3,2	2,9	2,8	2,6	3,3	3,0	2,9
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	-1,1	1,7	0,5	0,7	-0,6	-3,3	-2,1	-1,9	-1,6	1,6	0,0
Deflator PKB (% r/r)	2,8	3,1	3,7	4,4	2,0	2,0	2,1	2,0	2,9	3,5	2,0
ULC (% r/r)	4,1	2,5	2,7	2,8	2,0	2,4	2,9	3,1	5,0	3,0	2,6
Luka popytowa (% pot. PKB)	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	0,0	-0,2

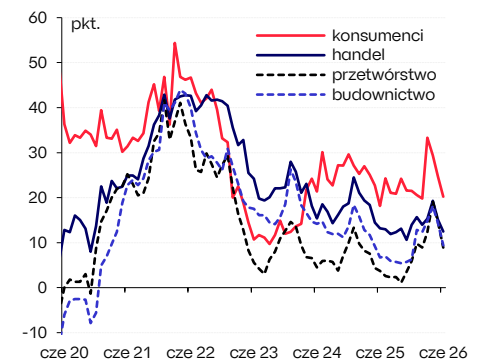
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, dane na koniec okresu.

### Scenariusze inflacji CPI



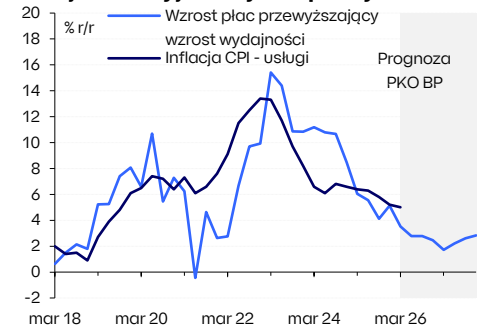
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Oczekiwania inflacyjne w badaniach koniunktury GUS



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Presja inflacyjna z rynku pracy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## (5). Równowaga zewnętrzna

### TRENDY BIEŻĄCE

**Deficyt rachunku obrotów bieżących utrzymuje się lekko poniżej 1% PKB, co jest zgodne z naszymi prognozami.** Na początku 2026 dynamika eksportu i importu towarów stopniowo przyspieszała, a w kwietniu wynosiła odpowiednio 6,6% r/r oraz 7,8% r/r. Wzrost wolumenów częściowo odzwierciedla efekty cenowe, związane z kosztem surowców (ropa, miedź), jednak jak na razie ich skala była niewielka. Po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie, eksport z Polski mógł być wspierany przez przezornościową rozbudowę zapasów. Po stronie importu widzimy ograniczenie dostaw uzbrojenia niwelowane przez rosnącą wartość wwozu paliw.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

**Podtrzymujemy ocenę, że zaburzenia na rynku surowców energetycznych oddziałują negatywnie na krajowy bilans płatniczy, ale obecnie prognozujemy mniejszy wzrost deficytu w 2026, do 1,7% PKB, oraz jego stabilizację na takim poziomie w 2027.** Wzrost deficytu względem 0,9% PKB w 2025 będzie wynikał z pogorszenia salda wymiany towarowej z -1,5% PKB do -1,8% PKB. Jednocześnie oczekujemy kontynuacji obserwowanych już wcześniej tendencji – nadwyżka usługowa obniży się, a deficyt w dochodach pierwotnych się pogłębi. Pomimo słabej koniunktury w gospodarkach głównych partnerów handlowych, nasze prognozy eksportu pozostają optymistyczne. Odzwierciedla to elastyczność polskich eksporterów i skuteczność w poszukiwaniu nowych rynków zbytu oraz dużą dywersyfikację towarową eksportu. Dane za ostatnie miesiące pokazują, że **motorem wymiany towarowej są mniej tradycyjne rynki poza UE i USA, a kluczem do dobrych wyników polskiego sektora wytwórczego jest różnorodność** – spadki produkcji w motoryzacji czy produkcji trwałych dóbr konsumpcyjnych są nadrabiane przez wzrosty w innych sektorach. Jednocześnie złagodzenie presji kosztowej oraz oczekiwane w 2027 spowolnienie dynamiki inwestycji przełoży się na lekki spadek dynamiki importu towarów.

**W przypadku rachunku usługowego obserwujemy spowolnienie tradycyjnych źródeł nadwyżki w postaci usług transportowych oraz profesjonalnych.** Hamowanie usług transportowych można wiązać ze słabą kondycją europejskiego sektora wytwórczego oraz rosnącą konkurencją. Spadek dynamiki usług informatycznych i biznesowych wynika w naszej ocenie ze zmian strukturalnych w sektorze IT i spadającego zapotrzebowania na niektóre usługi programistyczne w związku z rozpowszechnianiem narzędzi AI oraz z optymalizacji kosztowych w niektórych centrach usług wspólnych (SSC).

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

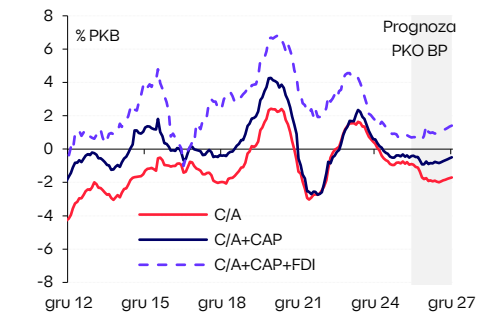
Głównymi czynnikami niepewności dla prognozy CAB są: (1) ceny surowców energetycznych i kurs walutowy; (2) konkurencja na rynkach globalnych ze strony producentów z Chin; (3) funkcjonowanie globalnych szlaków handlowych i ceny frachtu; (4) przepływy FDI.

### Równowaga zewnętrzna

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-0,8	-0,9	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	-1,8	-1,7	-0,9	-1,7	-1,7
Bilans handlowy (% PKB)	-1,3	-1,3	-1,6	-1,8	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,5	-1,8	-1,4
Eksport (% r/r)	2,3	5,4	5,0	5,8	6,2	5,1	6,3	6,9	3,7	4,6	6,1
Import (% r/r)	0,4	5,3	8,5	8,0	7,0	5,3	3,6	4,8	5,9	5,6	5,2
Saldo usług (% PKB)	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,3	4,1	4,1
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,7	-3,7	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-3,9	-4,0	-3,6	-3,7	-4,0
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,4
Rachunek kapitałowy (% PKB)	0,4	0,5	0,7	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	0,4	1,0	1,2
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	3,0	2,8	2,7	3,4	2,8	3,0	2,9	3,2	1,8	3,4	3,2
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	1,2	1,1	1,4	2,1	1,9	1,8	1,9	1,9	1,2	2,1	1,9
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,6	-1,4	-1,0	-1,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,7	-0,3	-1,7	-1,7
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0

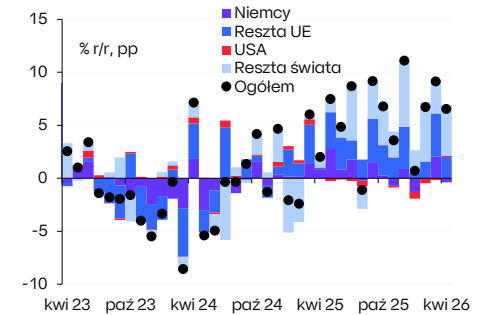
Źródło: NBP, PKO Bank Polski; \*prezentacja jak w Bilansie Płatniczym – znak ‘-’ oznacza wzrost wartości rezerw.

### Miary nierównowagi zewnętrznej



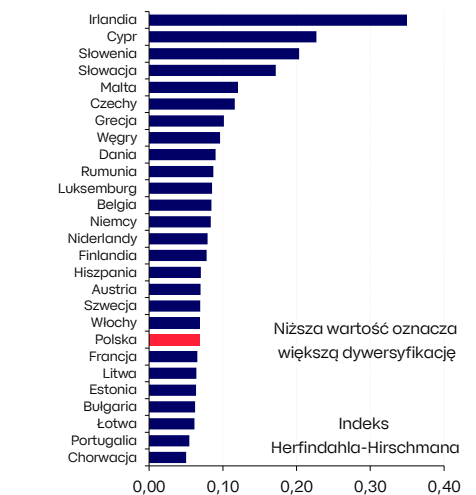
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

### Dekompozycja eksportu towarów z Polski



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Wskaźnik koncentracji eksportu w 2025



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

## (6). Polityka pieniężna

### TRENDY BIEŻĄCE

Rada Polityki Pieniężnej, po krótkiej pauzie na początku roku, a następnie po obniżce stóp procentowych w marcu, na dobre przeszła w tryb *wait-and-see*. Od ostatniej obniżki (tuż po ataku na Iran) Rada utrzymuje stopy na niezmiennym poziomie, ale retoryka RPP istotnie się zmieniła. Prezes NBP w marcu sugerował, że w razie szybkiego zakończenia konfliktu wrócilibyśmy do poprzednich scenariuszy obniżek stóp, w maju zastrzegł, że Rada nie zawaha się podnieść stóp, jeśli prognozy wskażą na trwały wzrost inflacji powyżej celu NBP (2,5% ± 1pp), a w czerwcu mówił, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp zmalało.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

W poprzednim [Kwartalniku](#), w związku z inflacyjnymi skutkami wojny na Bliskim Wschodzie, zrewidowaliśmy w górę prognozę stopy referencyjnej NBP na koniec 2026 do 3,75% z zakładanych wcześniej 3,50%. Podtrzymujemy ten scenariusz na ten rok, a jednocześnie nadal przewidujemy wznowienie obniżek stóp w 2027. Porozumienie między USA a Iranem doprowadziło do częściowego wznowienia żeglugi w cieśninie Ormuz oraz spadku cen ropy naftowej, co wpisuje się w nasz wcześniejszy scenariusz stopniowej normalizacji sytuacji. Niemniej, lipcowa projekcja NBP prawdopodobnie pokaże istotnie wyższą niż w marcu ścieżkę inflacji CPI aż do połowy 2027. Poprzednia projekcja nie uwzględniała bowiem wpływu wojny w Zatoce na ceny surowców oraz ich przełożenia na krajową gospodarkę. Oczekiwany wzrost inflacji powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP (3,5% r/r) pod koniec tego roku nie oznacza konieczności podnoszenia stóp, jednak naszym zdaniem skutecznie powstrzyma RPP od rozważania obniżek. **Dopiero powrót inflacji do celu w 3q27, w połączeniu z projekcją NBP wskazującą na stabilizację inflacji w celu w średnim okresie, pozwoli Radzie wznowić łagodzenie polityki pieniężnej.** W bazowym scenariuszu spodziewamy się 2 ruchów po 25pb w 2027, o ile nie dojdzie do ponownej eskalacji wojny między USA a Iranem.

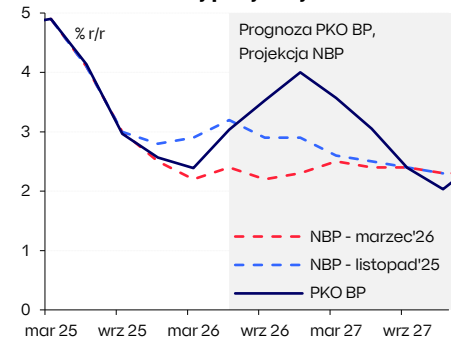
Wyceniana przez rynek (wg kontraktów FRA) stopa referencyjna NBP na koniec tego roku na przestrzeni ostatnich miesięcy przesunęła się z ok. 3,25% tuż przed atakiem na Iran do ok. 4,50% na koniec marca, zaś obecnie wynosi nieco ponad 3,75%. Tym samym sprawdziły się głosy członków RPP i ekonomistów, wskazujących na przereagowanie rynku w warunkach niedostatecznej informacji.

Wypowiedzi członków RPP sugerują, że podstawowym scenariuszem dla stóp do końca 2026 jest stabilizacja. Niemniej, bilans czynników ryzyka przesunął się w dół, a zdaniem niektórych bankierów centralnych obniżka stóp jest bardziej prawdopodobna niż podwyżka. Niektórzy członkowie RPP sugerują nawet niewielką szansę na obniżkę stóp już w tym roku.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

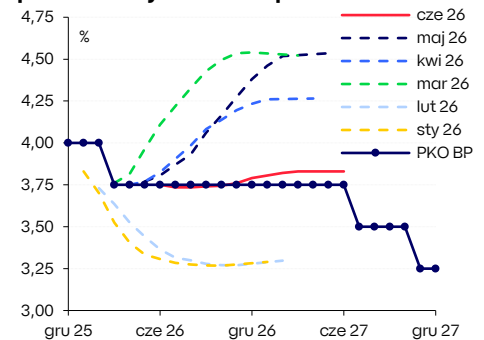
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych NBP to: (1) ceny ropy naftowej i gazu ziemnego; (2) przełożenie wzrostu cen surowców na ceny w kategoriach bazowych (efekty drugiej rundy); (3) notowania PLN; (4) czas obowiązywania obniżonej stawki VAT na paliwa.

### Nasza aktualna prognoza inflacji CPI na tle marcowej projekcji NBP



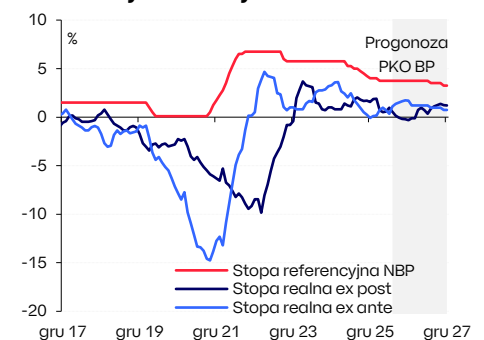
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

### Wyceny rynkowe ścieżki stóp procentowych NBP implikowane z FRA



Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

### Stopy procentowe NBP w ujęciu nominalnym i realnym



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

### Polityka pieniężna

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Stopa referencyjna (%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	4,00	3,75	3,25
Realna stopa proc. deflowana CPI (%)	0,74	1,01	-0,04	-0,33	0,77	0,36	1,28	1,24	1,60	-0,33	1,24
Realna stopa proc. deflowana inflacją bazową (%)	1,05	0,78	0,71	0,36	0,58	0,90	0,84	0,68	1,27	0,36	0,68
Stopa lombardowa (%)	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	3,75	4,50	4,25	3,75
Stopa depozytowa (%)	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,00	2,75	3,50	3,25	2,75
Stopa redyskontowa weksli (%)	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,55	3,30	4,05	3,80	3,30
REER deflowany CPI (% r/r)	0,0	1,7	0,0	-1,1	0,8	-1,9	0,1	0,7	5,0	0,2	0,0
Nominalny PKB (% r/r)	6,4	6,8	7,2	8,1	5,5	5,2	4,5	4,3	6,6	7,2	4,8

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski. \*Realna stopa procentowa liczona ex post.

## (7). Polityka fiskalna

### TRENDY BIEŻĄCE

**Sektor instytucji rządowych i samorządowych (GG) zamknął 2025 deficytem 7,3% PKB.** Był to wynik gorszy od prognoz i jeden z największych deficytów w ostatnich 2 dekadach. **Początek 2026 nie przyniósł przełomu.** Deficyt sektora centralnego do maja wyniósł 108 mld PLN, praktycznie bez zmian r/r. Ustawa budżetowa zakłada lekką redukcję deficytu, ale koszt programu CPN zwiększa presję na szukanie oszczędności po stronie wydatkowej. Lepiej wygląda sytuacja JST, które po 1q26 miały nadwyżkę 0,1% PKB wobec równowagi w całym 2025. Dług publiczny sektora GG na koniec 1q26 wzrósł do 61,6% PKB.

### PROGNOZA ŚREDNIOTERMINOWA

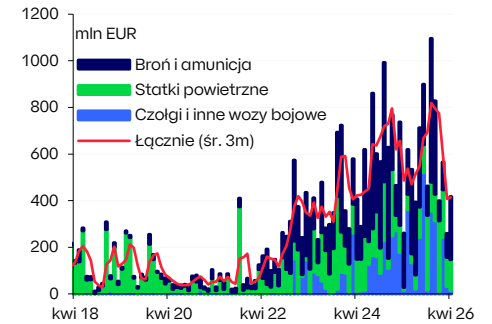
**W 2026 i 2027 deficyt prawdopodobnie pozostanie blisko obecnych poziomów (ok. 7% PKB), a bilans czynników ryzyka jest lekko przesunięty w stronę głębszej nierównowagi.** Pozytywnie na saldo będą działać: *windfall tax* (+0,1% PKB), zamrożone progi podatkowe w PIT (+0,3% PKB), większy niż oczekiwano nominalny wzrost PKB oraz mniejsze r/r dostawy sprzętu wojskowego, co jest widoczne w danych o imporcie. Pojawiają się też jednak nowe obciążenia. Program CPN to koszt 0,2% PKB (przy założeniu utrzymania niższej stawki VAT do końca czerwca). Dodatkowe ryzyko to postulowane podniesienie drugiego progu PIT do 140 tys. PLN (-0,3% PKB), oraz wyższe inwestycje publiczne. Coraz większym obciążeniem stają się koszty obsługi długu. W 2026 efekt kuli śnieżnej może wynieść ok. 1% PKB, co oznacza, że odsetki rosną szybciej niż nominalny PKB. To mechanizm trudny do zatrzymania, bo sam wzrost długu zaczyna generować kolejne koszty. W bazowym scenariuszu, pomimo nadciągającej kampanii wyborczej, zakładamy brak decyzji istotnie zwiększających wydatki. Pozwoli to nieznacznie ograniczyć deficyt, ale **dług publiczny będzie rósł i na koniec 2027 może przekroczyć 70% PKB.**

**Odwrócenie negatywnego trendu wymaga stanowczej konsolidacji fiskalnej.** Według prognoz MF z UB26 państwowy dług publiczny (PDP) w 2026 wyniesie 53,8% PKB, czyli znajdzie się bardzo blisko ustawowego progu ostrożnościowego 55% PKB. Jego przekroczenie, przy braku modyfikacji definicji PDP, jest możliwe już w 2027 (niewykluczone nawet w 2026), co oznaczałoby konieczność działań dostosowawczych w budżecie na 2029, w tym m.in. mrożenia wynagrodzeń w sektorze publicznym czy minimalnej możliwej waloryzacji świadczeń społecznych. **Aby uniknąć przekroczenia progu w 2027, potrzebna byłaby konsolidacja w skali ok. 3% PKB,** czyli redukcja deficytu niemal o połowę. Przy utrzymaniu obecnego poziomu deficytu, dług PDP może już w 2028 osiągnąć konstytucyjny limit 60% PKB, [zamykając przestrzeń](#) do dalszego zadłużania państwa. Konsolidacja jest nieunikniona. Im wcześniej ruszy, tym mniejszy będzie jej koszt.

### ŹRÓDŁA NIEPEWNOŚCI DLA PROGNOZY

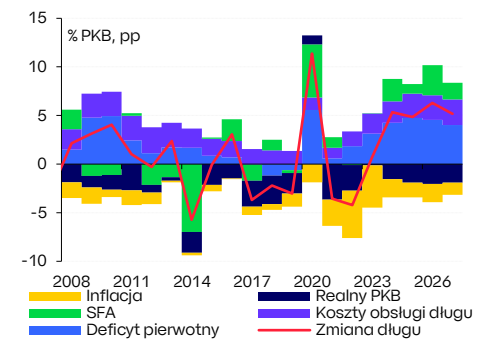
Główne źródła niepewności to: (1) skala wydatków militarnych; (2) kampania przed wyborami w 2027; (3) zmiany stóp proc. i kursów FX; (4) zmiany podatkowe.

### Import uzbrojenia\*



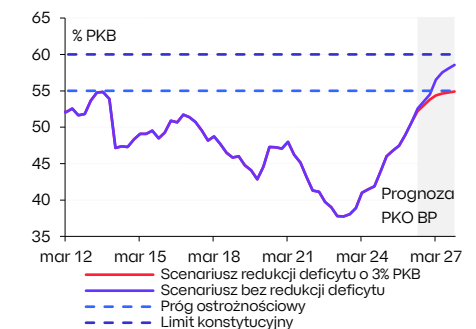
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. \*Kategoria statków powietrznych zawiera również sprzęt cywilny.

### Dekompozycja zmiany długu sektora GG\*



Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski. Dla 2026 i 2027 prognoza PKO BP.

### Scenariusze dla państwowego długu publicznego



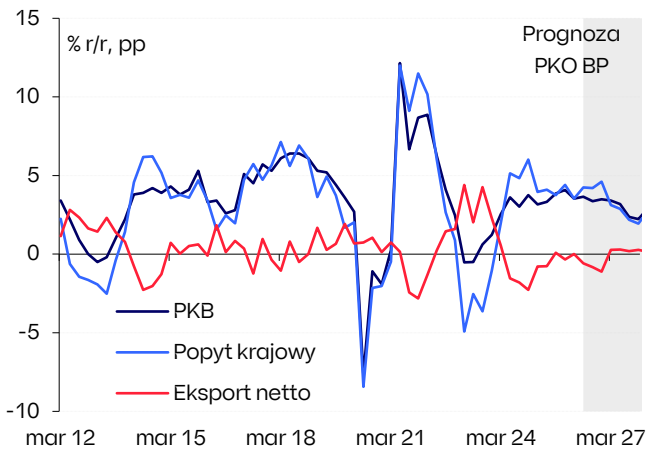
Źródło: MF, PKO Bank Polski. \*Scenariusze dotyczą salda budżetu w 2027.

### Polityka fiskalna†

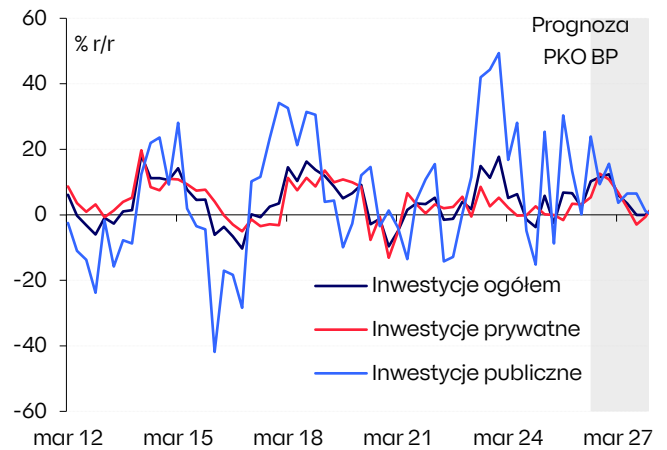
	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2025	2026	2027
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-7,5	-7,2	-6,9	-7,1	-6,9	-6,8	-6,9	-6,7	-7,3	-7,1	-6,7
Dochody (% PKB, ESA2010)	43,8	44,1	44,4	44,4	44,5	44,5	44,6	44,8	43,6	44,4	44,8
Podatki związane z produkcją (% PKB, ESA2010)	14,2	14,4	14,7	14,9	15,1	15,3	15,4	15,5	14,2	14,9	15,5
Wydatki (% PKB, ESA2010)	51,3	51,2	51,3	51,5	51,4	51,4	51,6	51,5	50,9	51,5	51,5
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	2,5	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,4	2,6	2,7
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-5,0	-4,7	-4,4	-4,5	-4,3	-4,1	-4,2	-4,0	-4,8	-4,5	-4,0
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-5,0	-4,7	-4,4	-4,5	-4,3	-4,1	-4,1	-3,8	-4,8	-4,5	-3,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	61,6	63,2	64,7	65,8	67,2	68,6	70,0	71,2	59,7	65,8	71,2
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-6,4	x	x	x	-4,8	-7,0	-6,4	-4,8
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	55,0	x	x	x	57,0	49,9	55,0	57,0

Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

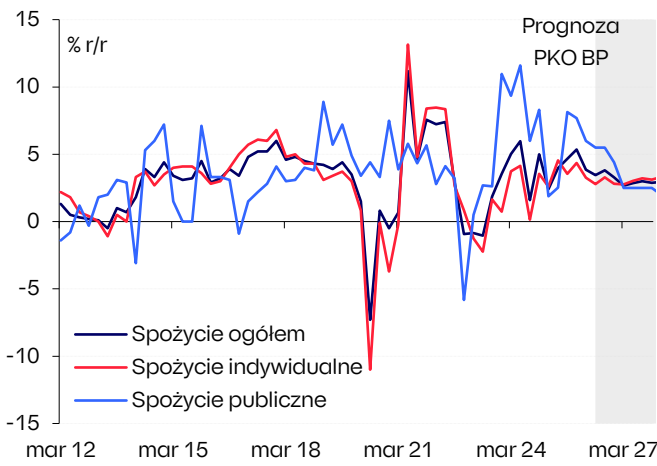
**Realny PKB**



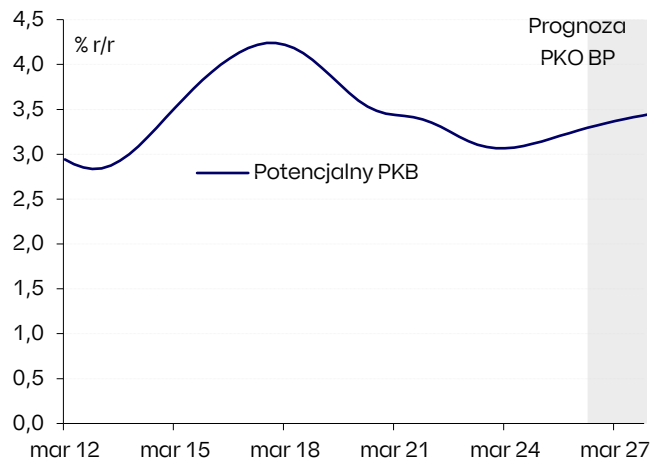
**Popyt inwestycyjny**



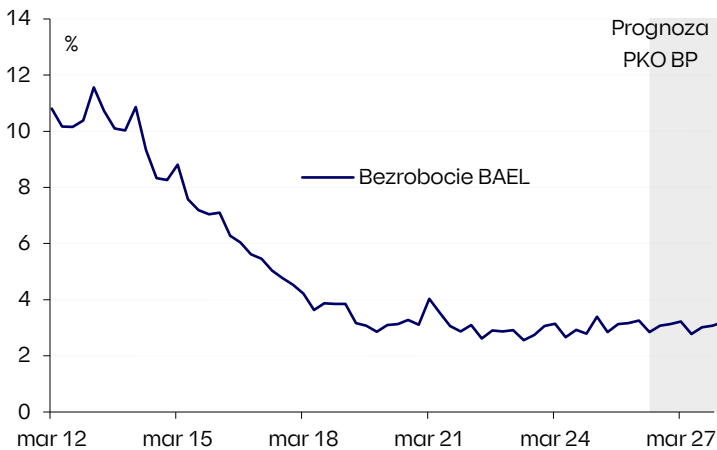
**Popyt konsumpcyjny**



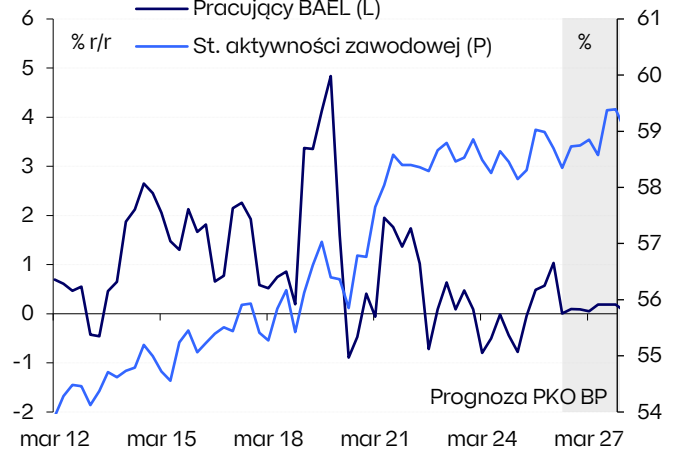
**Produkt potencjalny\***



**Stopa bezrobocia BAEL\*\*^**

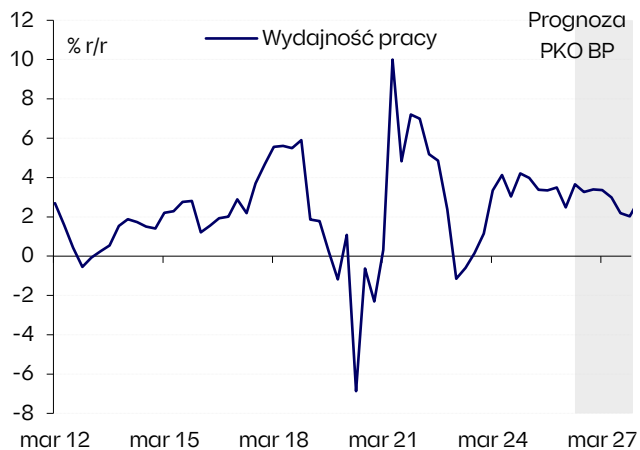


**Pracujący BAEL i aktywność zawodowa\*\*^**

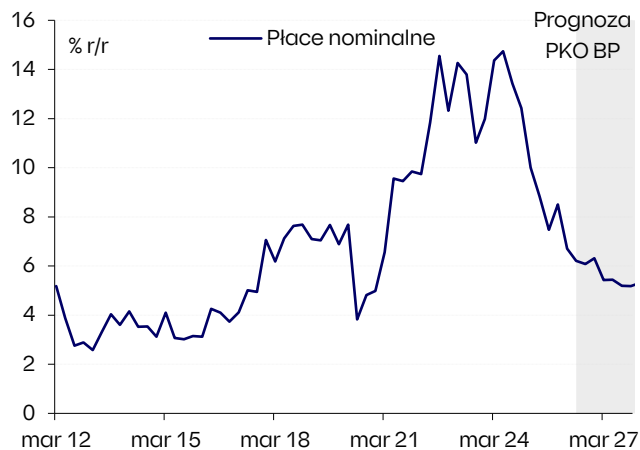


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. \*z filtru HP dla danych kwartalnych, \*\*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011. ^kalkulacja wg starej metodyki.

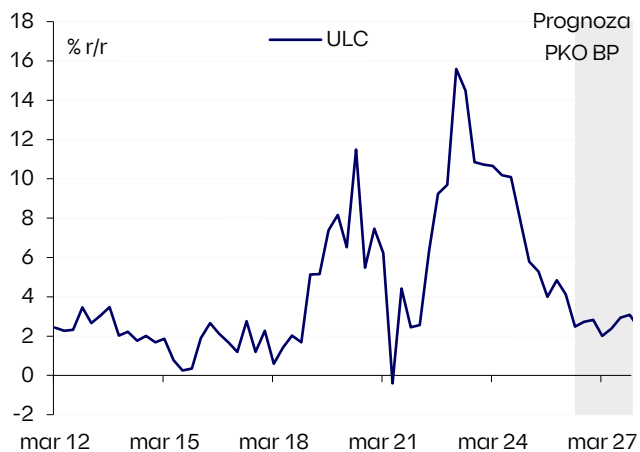
**Wydajność pracy\***



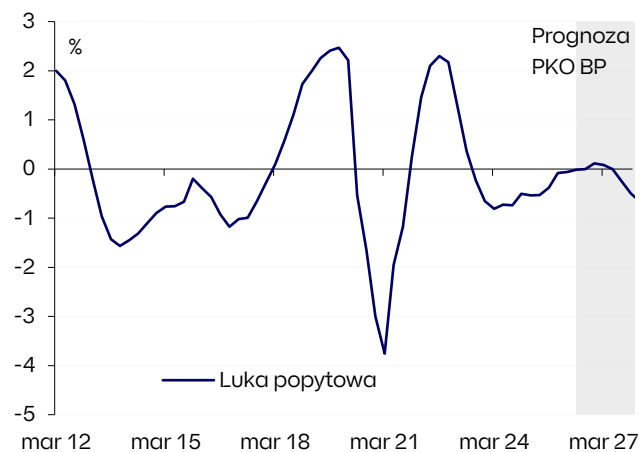
**Place w gospodarce narodowej**



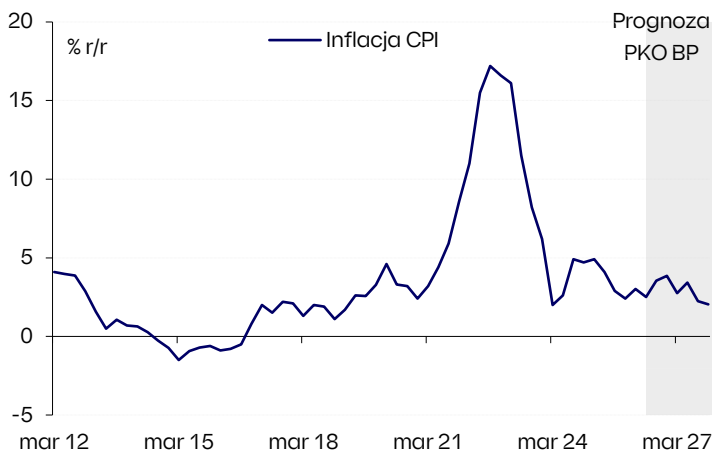
**Jednostkowe koszty pracy\***



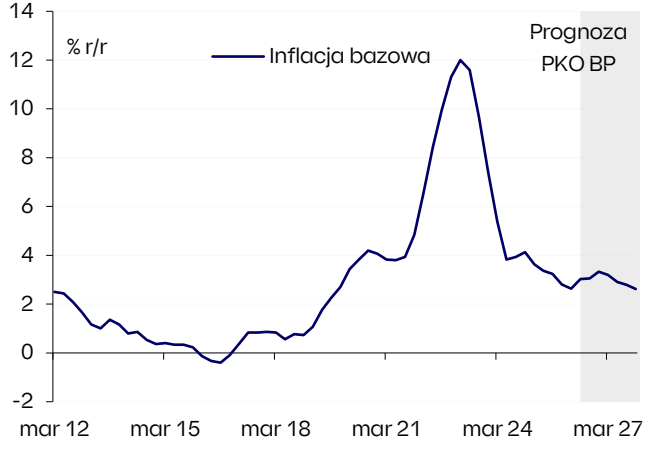
**Luka popytowa**



**Inflacja CPI**

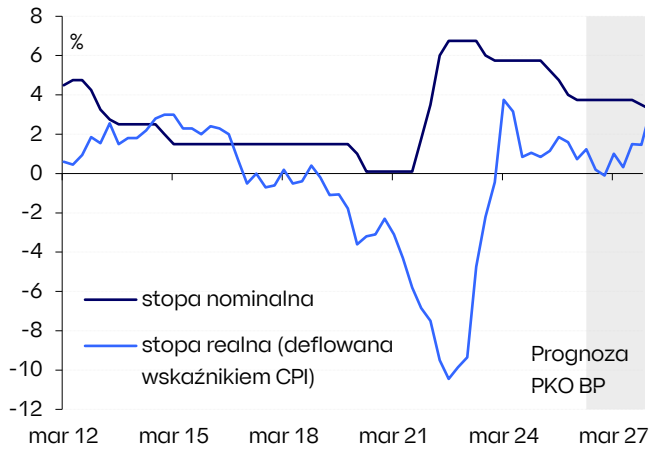


**Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)**

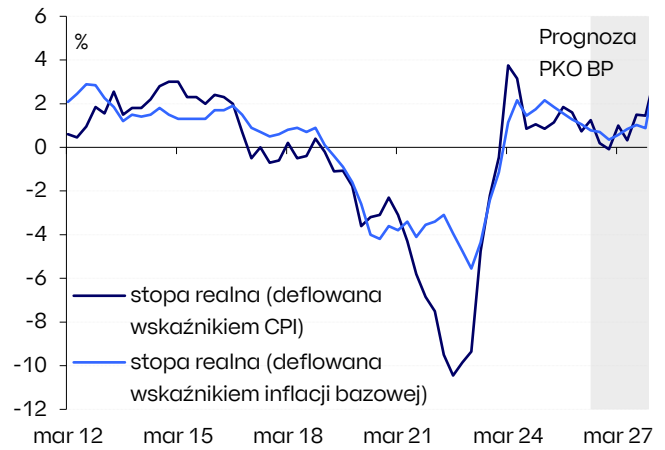


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. \*dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

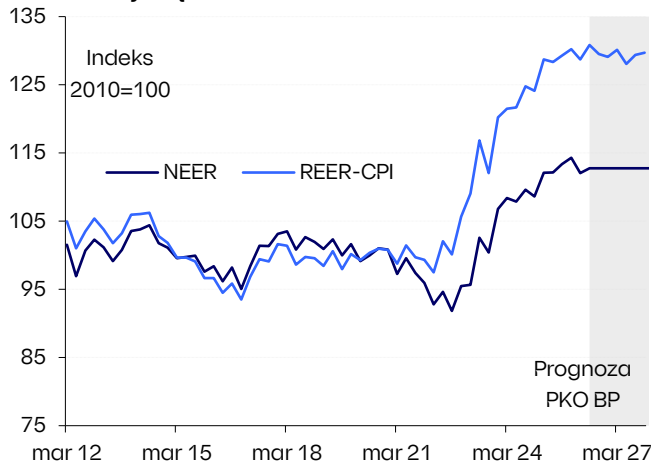
Stopy nominalne vs realne



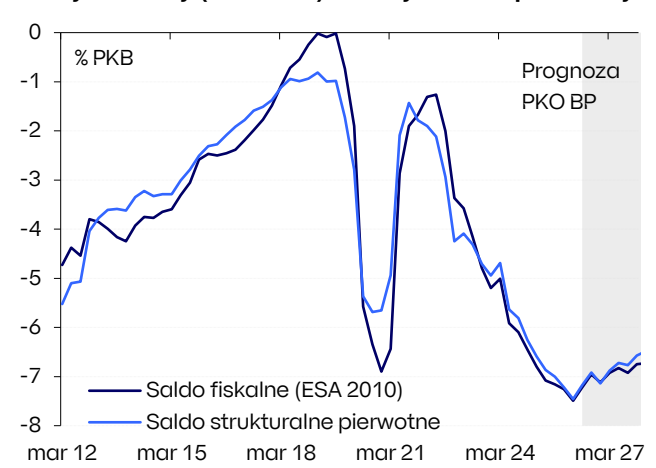
Stopy realne



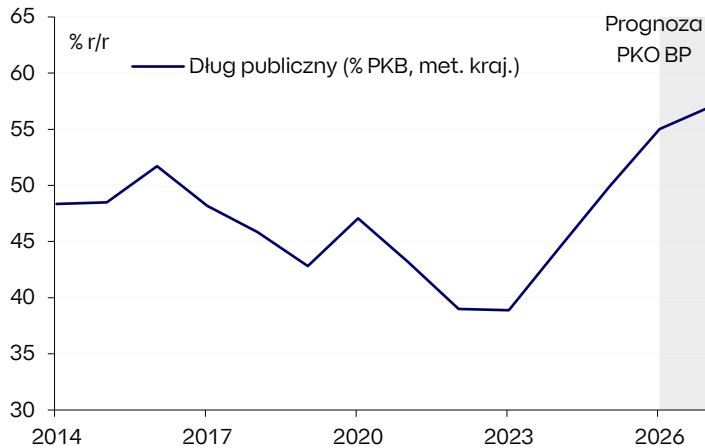
Założenia dotyczące NEER i REER\*



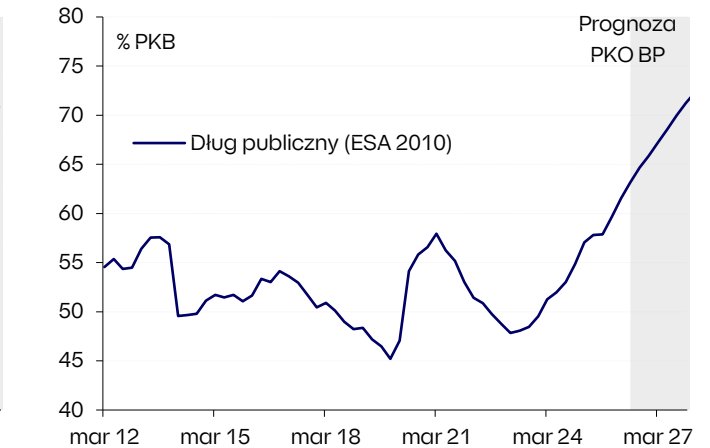
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)

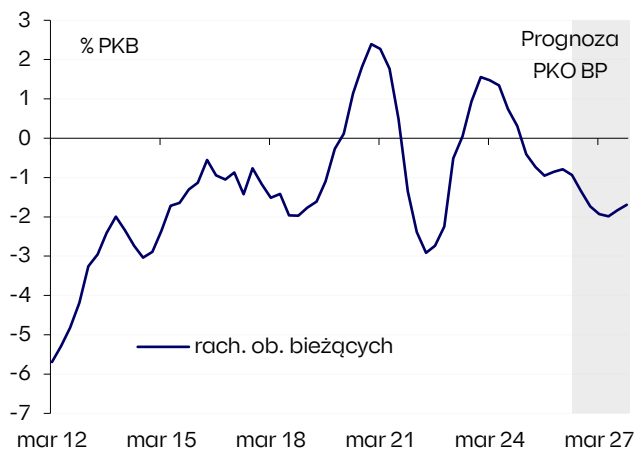


Dług publiczny (ESA 2010)

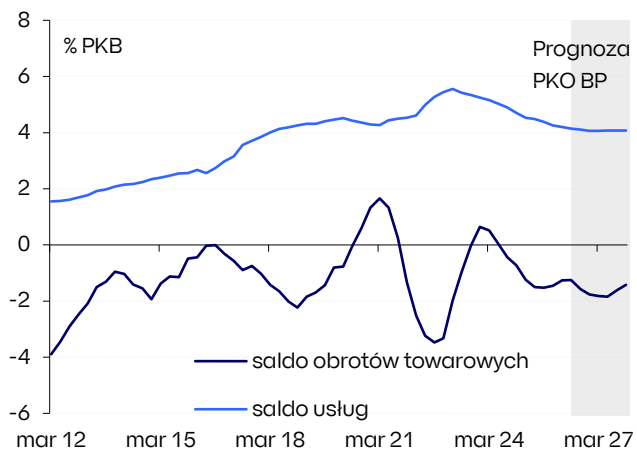


Źródło: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.\*wzrost oznacza aprecjację.

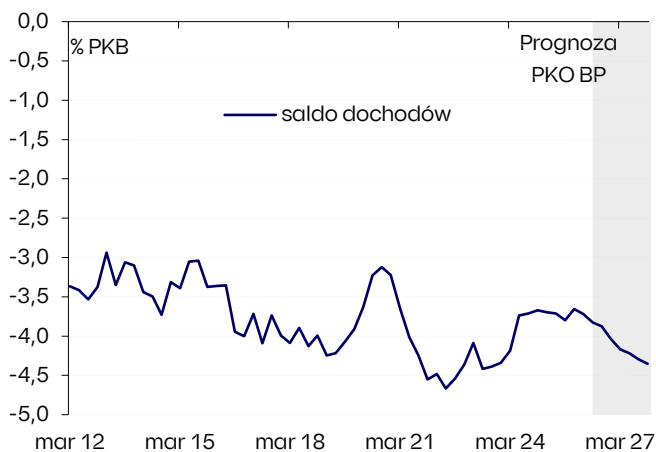
**Saldo rachunku obrotów bieżących**



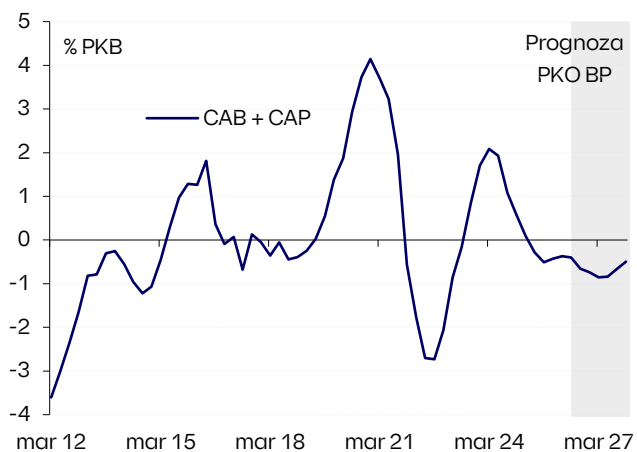
**Saldo handlu zagranicznego**



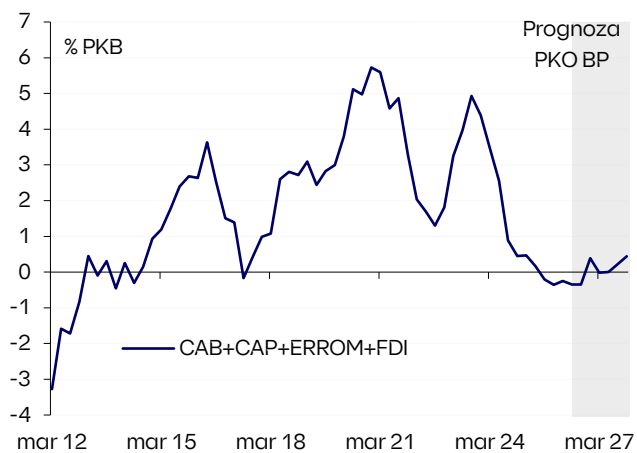
**Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych**



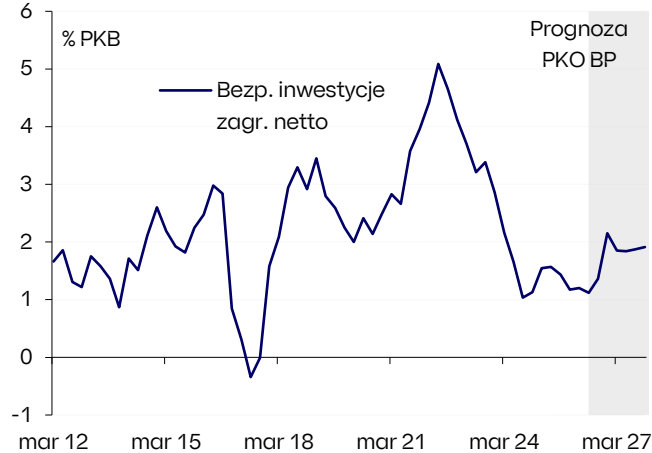
**Saldo CAB i CAP\***



**Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR\***



**Zagraniczne inwestycje bezpośrednie netto**



Źródło: NBP, PKO Bank Polski, \*CAB - rachunek obrotów bieżących, FDI - bezpośrednie inwestycje zagraniczne, CAP - rachunek kapitałowy, ERR - błędy i opuszczenia.

## Roczne wskaźniki makroekonomiczne dla Polski

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Sfera realna</b>										
Realny PKB (% r/r)	6,2	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,2	3,6	3,5	2,8
Popyt krajowy (pkt. proc.)	6,4	3,4	-2,7	8,1	4,7	-3,0	4,6	4,1	4,2	2,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,6	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,7	3,0	3,0
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	13,7	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	0,4	4,4	10,0	1,7
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	5,9	4,5	-1,6	4,7	3,3	2,8	3,4	4,0	4,5	2,6
Zapasy (pkt. proc.)	0,5	-1,1	-1,1	3,4	1,4	-5,7	1,1	0,1	-0,4	-0,1
Eksport netto (pkt. proc.)	-0,2	1,2	0,6	-1,2	0,6	3,2	-1,3	-0,4	-0,7	0,3
Produkt potencjalny (% r/r)	4,1	3,8	3,5	3,4	3,3	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4
Nominalny PKB (mld PLN)	2148	2314	2363	2662	3101	3415	3670	3913	4194	4397
<b>Rynek pracy</b>										
Pracujący BAEL (% r/r)	0,6	3,9	0,2	1,3	0,5	0,3	-0,4	0,1	0,3	0,2
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,7	56,5	56,4	58,2	58,4	58,7	58,5	58,6	58,6	59,0
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,9	3,2	3,2	3,4	2,9	2,8	2,9	3,1	3,1	3,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,1	5,7	5,8	5,7
Place nominalne gosp. nar. (% r/r)	7,2	7,2	5,3	8,9	12,1	12,8	13,7	8,7	6,3	5,3
Wydajność pracy (% r/r)	5,6	0,7	-2,2	5,6	4,9	-0,1	3,7	3,5	3,2	2,6
ULC (% r/r)	1,4	6,4	7,7	3,1	6,9	12,9	9,7	5,0	3,0	2,6
<b>Procesy inflacyjne</b>										
Inflacja CPI (% r/r)	1,7	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	3,2	2,8
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	0,6	1,2	1,3	0,8	4,1	2,7	0,8	1,2	0,5	0,9
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,6	-0,1	-0,1	2,0	5,2	3,4	0,3	0,5	0,9	0,3
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	0,4	1,2	2,2	2,3	5,0	5,5	2,5	1,9	1,7	1,5
Inflacja bazowa (% r/r)	0,7	1,9	3,9	4,1	9,1	10,1	4,3	3,3	3,0	2,9
Deflator PKB (% r/r)	1,2	3,0	4,2	5,4	10,5	10,2	4,0	2,9	3,5	2,0
<b>Agregaty monetarne</b>										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	1446,1	1565,6	1822,7	1984,8	2091,3	2268,2	2479,8	2737,7	3008,0	3214,1
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9,2	8,3	16,4	8,9	5,4	8,5	9,3	10,4	9,9	6,9
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	8,1	5,0	14,0	0,3	-11,2	2,3	4,6	8,0	6,0	4,8
Kredyty ogółem (mld PLN)	1259,5	1323,4	1333,8	1403,2	1429,5	1428,1	1499,6	1575,3	1628,5	1739,2
Kredyty ogółem (% r/r)	7,4	5,1	0,8	5,2	1,9	-0,1	5,0	5,0	3,4	6,8
Depozyty ogółem (mld PLN)	1299,9	1406,6	1602,2	1780,1	1890,0	2065,3	2266,0	2474,1	2632,4	2769,3
Depozyty ogółem (% r/r)	8,8	8,2	13,9	11,1	6,2	9,3	9,7	9,2	6,4	5,2
<b>Bilans płatniczy</b>										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,0	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-0,9	-1,7	-1,7
Bilans handlowy (% PKB)	-2,2	-0,8	1,3	-1,3	-3,3	0,6	-0,7	-1,5	-1,8	-1,4
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	2,9	2,2	2,5	4,0	4,1	2,9	1,1	1,2	2,1	1,9
<b>Polityka fiskalna</b>										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,4	-7,3	-7,1	-6,7
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	1,2	0,6	-5,6	-0,6	-1,8	-3,1	-4,3	-4,8	-4,5	-4,0
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	0,5	-0,4	-4,4	-0,7	-2,7	-2,9	-4,1	-4,8	-4,5	-3,8
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	54,8	59,7	65,8	71,2
<b>Polityka pieniężna</b>										
Stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00	3,75	3,25
Realna st. ref. defl. CPI (%)	0,40	-1,78	-2,30	-6,85	-9,85	-0,45	1,05	1,60	-0,09	1,21
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	0,90	-1,60	-3,60	-3,55	-4,75	-1,15	1,75	1,27	0,35	0,62
Stopa lombardowa (%)	2,50	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	4,25	3,75
REER defl. CPI (% r/r)	0,6	-0,5	1,1	-0,6	1,5	13,0	7,4	5,0	0,3	0,0

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, \*popyt krajowy z wyłączeniem zapasów.

## Departament Analiz Ekonomicznych

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

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: [centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](https://centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja)

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X](#) @PKO\_Research



**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.