

Główne gospodarki w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
USA				
- realny PKB (%)	2,1	2,1	2,0	Wzrost gospodarczy w USA pozostaje stabilny, mimo serii szoków. PKB w 1q26 wzrósł o 2,1% q/q saar wobec 0,5% w 4q25, gdy aktywność ograniczał <i>government shutdown</i> . Coraz istotniejszym motorem wzrostu są inwestycje związane z boomem AI – wydatki na sprzęt komputerowy i oprogramowanie dodały do wzrostu PKB aż 1,3pp. Oczekujemy, że dynamika PKB w 2026 i 2027 pozostanie zbliżona do ubiegłorocznej. Gospodarka mierzy się jednak z dwoma jednoczesnymi szokami proinflacyjnymi – skutkami wyższych cen oraz wzrostem cen energii. Deflator PCE w kwietniu wzrósł do 3,8% r/r z 3,5% r/r, a inflacja bazowa do 3,3% r/r. Rynek pracy pozostaje stabilny, choć czerwcowe dane były nieco słabsze od prognoz.
- inflacja CPI (%)	2,7	3,5	2,5	
Strefa euro				
- realny PKB (%)	1,4	0,7	1,2	Ożywienie gospodarki strefy euro ponownie się oddala. Wzrost PKB w 1q26 spowolnił do 0,3% r/r z 1,2% r/r na koniec 2025, a przełom roku przyniósł stagnację aktywności. Przedłużający się szok energetyczny oraz narastająca konkurencja ze strony Chin (Chiński Szok 2.0) nadal ciężą gospodarcę. Nieco obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB w 2026, do 0,7%. W 2027 oczekujemy niewielkiego ożywienia. Jednocześnie presja inflacyjna pozostaje ograniczona – inflacja HICP w czerwcu niespodziewanie spadła do 2,8% r/r z 3,2% r/r, a oczekiwania inflacyjne konsumentów wyraźnie się obniżyły, pozostając jedynie nieznacznie powyżej poziomów sprzed wojny w Iranie.
- inflacja HICP (%)	2,1	3,0	2,3	
Chiny				
- realny PKB (%)	5,0	4,7	4,4	Chińska gospodarka zaczyna odczuwać skutki szoku paliwowego. Choć PKB w 1q26 wzrósł jeszcze o 5,0% r/r, dane za kwiecień i maj wskazują na wyraźne spowolnienie aktywności. Utrzymuje się silne zróżnicowanie sektorowe – nowoczesne branże eksportowe rozwijają się szybko, podczas gdy sektory zorientowane na popyt krajowy pozostają słabe. Oczekujemy stopniowego spowolnienia wzrostu PKB do 4,4% w 2027. Jednocześnie szok naftowy zakończył trwającą 3,5 roku deflację cen producentów (PPI), co może ograniczyć dezinflacyjny wpływ Chin na światowe ceny towarów.
- inflacja CPI (%)	0,1	1,1	1,1	

Polska w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
Sfera realna				
- realny PKB (%)	3,6	3,5	2,8	Wzrost gospodarczy pozostaje stabilny, a nowcast PKB za 2q26 wskazuje na dynamikę co najmniej równie wysoką jak w 1q26 (3,5% r/r), gdy aktywność została przejściowo ograniczona przez falę mrozów. Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w 2026 na poziomie 3,5%. Napędzą go dwa motory relatywnie odporne na globalną koniunkturę – silna konsumpcja i inwestycje finansowane ze środków UE. Rewizje prognoz na 2026 są niewielkie i obejmują jedynie nieznacznie niższy wzrost konsumpcji (3,0%) oraz inwestycji (10,0%). W 2027 oczekujemy spowolnienia wzrostu PKB do 2,8%, głównie z powodu wygasania inwestycji po zakończeniu KPO. Skala spowolnienia powinna być jednak mniejsza niż w poprzednich cyklach.
Procesy inflacyjne				
- inflacja CPI (%)	3,6	3,2	2,8	Ryzyko inflacyjne związane z kryzysem na Bliskim Wschodzie okazało się znacznie mniejsze od obaw, a inflacja w czerwcu spadła do 2,5% r/r. Sprzyjał temu przede wszystkim wyjątkowo korzystny przebieg cen żywności, które po raz pierwszy od 2015 spadły w ujęciu rocznym. Mimo korzystnych bieżących danych, podnieśliśmy prognozę średniorocznej inflacji w 2026 do 3,2%, głównie z powodu zakończenia programu CPN od lipca (wcześniej zakładaliśmy kontynuację do końca roku). Nie dostrzegamy fundamentalnych źródeł presji inflacyjnej – dynamika płac słabnie, oczekiwania inflacyjne wróciły do wcześniejszych poziomów, nie widać efektów drugiej rundy. Źródłem ryzyka pozostają ceny żywności, które mogą ponownie wzrosnąć w wyniku niekorzystnych warunków pogodowych i wyższych cen nawozów. Od 3q27 oczekujemy trwałego powrotu inflacji do pasma odchyleń od celu NBP (1,5–3,5%).
Agregaty monetarne				
- kredyty/depozyty (%)	5,0/9,2	3,4*/6,4	6,8/5,2	Akcja kredytowa będzie nadal przyspieszać dzięki niższym stopom procentowym, stabilnemu wzrostowi dochodów gosp. dom. i wysokim potrzebom inwestycyjnym firm. Dynamika depozytów powinna stopniowo hamować, choć wolniej niż zakładaliśmy.
Równowaga zewnętrzna				
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,9	-1,7	-1,7	Zaburzenia na rynku surowców energetycznych oddziałują negatywnie na bilans płatniczy, ale prognozujemy nieco mniejszy niż wcześniej wzrost deficytu, do 1,7% PKB w 2026 i jego stabilizację w 2027. Motorem wymiany towarowej są mniej tradycyjne rynki, poza UE i USA, a kluczem do dobrych wyników eksportu jest różnorodność.
Polityka fiskalna				
- saldo fiskalne (% PKB)	-7,3	-7,1	-6,7	Deficyt fiskalny w latach 2026–2027 pozostanie blisko obecnych poziomów, czyli ok. 7% PKB. Nie zakładamy konsolidacji mimo systematycznego pogarszania się sytuacji finansów publicznych. Obecne prognozy wskazują na wzrost długu powyżej 70% PKB na koniec 2027, a odwrócenie tego trendu wymagałoby zdecydowanej konsolidacji.
Polityka pieniężna				
- stopa referencyjna NBP (%)	4,00	3,75	3,25	Podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp NBP w 2026. Sprzyjają temu normalizacja sytuacji na Bliskim Wschodzie, brak efektów drugiej rundy oraz korzystne bieżące tendencje inflacyjne. Oczekiwany powrót inflacji do celu w 3q27 powinien umożliwić wznowienie w 2027 łagodzenia polityki pieniężnej, łącznie o 50pb (2x25pb).

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Fed, MFW, 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

	2025	2026	2027	Komentarz
Czechy				
- realny PKB (%)	2,6	2,5	2,4	W 1q26 wzrost gospodarczy w Czechach spowolnił do 2,2% r/r z 2,7% r/r w 4q25. Głównymi czynnikami napędzającymi wzrost gospodarczy pozostają konsumpcja prywatna oraz inwestycje. Konsumpcja zwiększyła się o 3,4% r/r, m.in. dzięki nieprzerwanemu realnemu wzrostowi dochodów. Inwestycje wzrosły o 6,6% r/r, natomiast ze względu na znaczną importochłonność doprowadziły do wzrostu importu o 8,0% r/r przy wzroście eksportu jedynie o 5,5% r/r. W efekcie eksport netto obniżył dynamikę PKB o 1,3pp. W 2q26 wzrost najpewniej dalej spowalniał. Według wstępnych danych inflacja CPI w czerwcu obniżyła się silniej niż oczekiwano, do 1,5% r/r z 2,1% r/r w maju, tym samym powracając do poziomów obserwowanych tuż przed atakiem USA i Izraela na Iran (w styczniu wyniosła 1,6% r/r, w lutym 1,4% r/r). Na posiedzeniu w czerwcu CNB podniósł stopy o 25pb, a ten ruch wcześniej sygnalizował Prezes A.Michl, wskazując na silne argumenty za podwyżką. W scenariuszu bazowym zakładamy, że ostatnia decyzja miała charakter sygnałny i do końca roku CNB nie zdecyduje się na kolejne. Naszą prognozę wspierają ostatnie korzystne zaskoczenia inflacyjne.
- inflacja CPI (%)	2,5	2,0	2,1	
Węgry				
- realny PKB (%)	0,4	1,7	2,4	Gospodarka węgierska w 1q26 wzrosła o 1,7% r/r (sa), najsilniej od 3q22. W ujęciu kwartalnym wzrost wyniósł 0,8% (sa), powyżej rynkowych oczekiwań oraz najwyższy od 3q23. Po stronie popytowej głównym źródłemżywienia 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 PKB był ujemny, a inwestycji bliski zera. Inflacja CPI w czerwcu spadła do 1,7% r/r z 1,8% r/r w maju, nieznacznie poniżej oczekiwań. Jednocześnie inflacja bazowa wyniosła 2,0% r/r i nie zmieniła się względem poprzedniego miesiąca. Wyraźna poprawa perspektyw inflacyjnych wsparła MNB, który na posiedzeniu w czerwcu obniżył stopę bazową o 25pb do 6,00%, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Widzimy przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach, docelowo do poziomu 5,75% na koniec roku.
- inflacja CPI (%)	4,4	2,8	3,8	
Rumunia				
- realny PKB (%)	0,7	-0,6	2,4	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. Trzeci szacunek potwierdził wcześniejsze odczyty dynamiki PKB, jednak zrewidowano składowe. Za obniżenie się PKB w największym stopniu odpowiada konsumpcja prywatna (-1,2pp), której spadek jest konsekwencją trwającej w Rumunii konsolidacji fiskalnej (obejmującej m.in. podwyższenie stawki VAT, akcyzy, podatku od dywidend; zamrożenie plac w sektorze publicznym oraz emerytur). Jednocześnie w najnowszym szacunku zrewidowano konsumpcję publiczną, której wkład do wzrostu okazał się dodatni (0,4pp vs -0,1pp wg wcześniejszych danych). W dół zrewidowano wkład inwestycji (0,4pp vs 0,9pp wcześniej), a także zapasów (-2,5pp wobec -1,0pp w poprzednim szacunku). Minimalnie lepszy okazał się wkład eksportu netto (0,3pp wobec 0,2pp). W 2q26 roczna dynamika PKB najpewniej pozostanie ujemna, a w całym roku wyniesie -0,6%. Inflacja CPI w maju wzrosła do 10,9% r/r z 10,7% r/r w kwietniu, pozostając powyżej 10% już drugi miesiąc z rzędu i osiągając poziom najwyższy od kwietnia 2023. W drugiej połowie roku, za sprawą efektu bazy, inflacja powinna się wyraźnie obniżyć, na koniec roku do około 4% r/r. NBR na posiedzeniu w lipcu pozostawił stopy na niezmienionym poziomie (stopa bazowa 6,50%), a przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej jest ograniczona. Ewentualne wznowienie obniżek po ponad 2 latach przerwy mogłoby nastąpić w 4q26.
- inflacja CPI (%)	7,3	7,2	3,7	

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

Monitor banków centralnych regionu CEE

	Wybrane wypowiedzi ^A
Czechy - CNB	„[O podwyżce stóp procentowych w czerwcu] Była to prewencyjna reakcja mająca na celu zminimalizowanie wtórnych skutków szoku cen ropy. Na tym etapie nie postrzegamy jej jako początku nowego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.” Wiceprezeska E. Zamrazilová (22.06.2026, Moravec.cz via CNB)
Węgry - MNB	„Obecnie mamy wyraźnie lepsze od oczekiwań dane o inflacji. Widać też poprawę premii za ryzyko. (...) W rezultacie potencjalnie wymagana stopa procentowa potrzebna do osiągnięcia i utrzymania stabilności cen może być niższa.” Wiceprezes Z. Kurali (8.06.2026, Reuters)
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)

^AWypowiedzi 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	Prognoza PKO na koniec 2027	Komentarz
USA							
Stopa fed funds	3,50-3,75	-25pb (grudzień 2025)	29-lip	3,50-3,75	3,50-3,75	3,25-3,50	Oczekujemy utrzymania stóp Fed bez zmian w tym roku, a powrotu do ich obniżek dopiero w 2h27 wraz z wygasaniem presji inflacyjnej (wcześniej oczekiwaliśmy obniżki już w 2026). Bilans czynników ryzyka pozostaje skierowany w górę – połowa członków FOMC uznała, że w 2026 uzasadniona byłaby podwyżka stóp, co jest również scenariuszem bazowym wycenianym przez rynki. Nowy prezes Fed, K. Warsh, wbrew wcześniejszym obawom, nie sygnalizuje chęci szybkiego luzowania polityki pieniężnej, zapowiadając jednocześnie prace nad istotnymi zmianami sposobu prowadzenia polityki pieniężnej Fed.
Japonia							
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	1,00	+25pb (czerwiec 2026)	31-lip	1,00	1,25	1,50	BoJ w czerwcu podniósł stopy procentowe o 25pb, do 1%, najwyższego poziomu od 1995. Podwyżka miała prawie pełne poparcie w Radzie (7:1, przy nieobecności hospitalizowanego Prezesa). Zapowiadane są dalsze podwyżki stóp – spodziewamy się jeszcze jednej podwyżki o 25pb w 2026 i kolejnej w tej samej skali w 2027. BoJ wskazuje na narastanie presji inflacyjnej i konieczność przeciwdziałania dalszemu osłabieniu JPY.
Strefa euro							
Stopa refinansowa*	2,40	+25pb (czerwiec 2026)	23-lip	2,40	2,40	2,40	EBC, zgodnie z zapowiedziami, podwyższył w czerwcu stopy procentowe o 25pb, podkreślając determinację w zapobieganiu utrwaleniu podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Mimo złagodzeniu sytuacji na Bliskim Wschodzie, spadku inflacji, stabilizacji oczekiwań inflacyjnych i pogarszających się perspektyw gospodarczych, część wpływowych przedstawicieli EBC nadal sygnalizowała gotowość do dalszego zacieśniania polityki. Późniejsze wypowiedzi Prezes Ch.Lagarde były jednak bardziej wyważone. Podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp.
Stopa depozytowa	2,25			2,25	2,25	2,25	
Wielka Brytania							
Stopa bazowa	3,75	-25pb (grudzień 2025)	30-lip	3,75	3,75	3,25	BoE w czerwcu utrzymał stopę bazową bez zmian, przy zdecydowanie większej niż wcześniej zgodności w Radzie, co wskazuje na istotne osłabienie chęci do ewentualnych podwyżek stóp. Stabilizacji stóp sprzyjają spadek rynkowych cen energii, hamowanie presji płacowej i pozytywne zaskoczenia inflacyjne. W 2027 widzimy przestrzeń na ostrożne obniżki stóp.
Szwajcaria							
Stopa bazowa	0,00	-25pb (czerwiec 2025)	24-wrz	0,00	0,00	0,00	SNB utrzymał bez zmian stopę bazową (0%) i powtórzył zapewnienie o podwyższonej gotowości do interwencji FX, przeciwstawiających się nadmiernej aprecjacji franka. Nie przewidujemy zmian stóp w przewidywalnej przyszłości.
Szwecja							
Stopa refinansowa	1,75	-25pb (wrzesień 2025)	20-sie	1,75	1,75	2,00	Riksbank utrzymuje bez zmian stopę bazową, podkreślając niepewność i mieszaną wymowę danych. Inflacja CPIF pozostaje niska (1,3% r/r w czerwcu), ale bank obawia się inflacji i wskazuje, że rośnie prawdopodobieństwo niewielkiego wzrostu stóp proc.
Norwegia							
Stopa bazowa	4,25	+25pb (maj 2025)	13-sie	4,25	4,50	4,00	Norges Bank pozostawił w czerwcu stopy procentowe bez zmian, sygnalizując jednocześnie ich kolejną podwyżkę na jednym z najbliższych posiedzeń. Oczekujemy ruchu o 25pb we wrześniu. Argumentem za dalszym zacieśnieniem polityki pieniężnej jest inflacja, która zbyt długo utrzymuje się powyżej celu. W 2027 prawdopodobne są z kolei niewielkie obniżki stóp.
Czechy							
Stopa refinansowa	3,75	+25pb (czerwiec 2026)	6-sie	3,75	3,75	3,50	CNB niespodziewanie zmienił nastawienie i w czerwcu podwyższył stopy procentowe. Prezes A.Michl uzasadniał decyzję narastającą fundamentalną presją inflacyjną i ożywieniem akcji kredytowej. W naszej ocenie dostępne dane nie uzasadniają tak jęstrzebiego zwrotu, dlatego oczekujemy stabilizacji stóp do końca 2026 i powrotu do ich obniżek w 2027.
Węgry							
Stopa bazowa	6,00	-25pb (czerwiec 2026)	21-lip	6,00	5,75	4,50	Poprawa perspektyw inflacyjnych oraz spadek premii za ryzyko po zmianie władzy umożliwiły MNB w czerwcu obniżkę stóp procentowych. Bank zasignalizował gotowość do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej; naszym zdaniem kolejna obniżka nastąpi we wrześniu. W 2027 oczekujemy kontynuacji ostrożnych obniżek, które sprowadzą stopę bazową do 4,50%.
Rumunia							
Stopa bazowa	6,50	-25pb (sierpień 2024)	10-sie	6,50	6,25	5,25	NBR kolejny miesiąc utrzymał stopy procentowe bez zmian na najwyższym poziomie w CEE, wskazując na wysoką inflację (10,9% r/r w maju) i szereg źródeł niepewności (globalnej, energetycznej, niestabilności rządu i polityki fiskalnej). NBR utrzymuje jęstrzebie nastawienie, chcąc sprowadzić inflację do celu. W 3q26, za sprawą czynników bazowych, inflacja powinna spaść, co od 4q26 może umożliwić ostrożne obniżki stóp.
Turcja							
Stopa repo	37,00	-100pb (styczeń 2026)	23-lip	37,00	35,00	30,00	Bank Turcji od marca utrzymuje stopy bez zmian, w reakcji na pogorszenie perspektyw inflacyjnych i rynkowych. Proces dezinflacji nie przebiega wystarczająco szybko, ale oczekujemy, że w 2h27 umożliwi ostrożne wznowienie cyklu obniżek stóp.

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

Monitor RPP

Członkowie RPP	Jastrzębiomierz*	Wybrane wypowiedzi^
J.Tyrowicz	4,9	(Zapytana czy stopy procentowe w Polsce są obecnie na odpowiednim poziomie) „Według mnie, nie. Jeśli przyjmiemy 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	„Jeśli mówimy o ewentualnej zmianie stóp procentowych w przyszłości, to na podstawie danych, którymi dysponujemy obecnie, bardziej prawdopodobna jest obniżka niż podwyżka. (...) Jeszcze miesiąc czy dwa temu spodziewaliśmy się znacznie gorszego scenariusza niż ten, który obecnie się realizuje. (...) Istnieje bardzo niewielka szansa, że jeszcze w tym roku dojdzie do jednej, niewielkiej obniżki stóp procentowych.” (12.06.2026, Bloomberg via PAP Biznes)
A.Głapiński	2,9	[O członkach RPP] „Określiłbym, (...) że są to ostrożne gołębie. (...) Jeśli o mnie chodzi, jestem zdecydowanie nastawiony gołębio. (...) Nie wykluczam, że jeśli sytuacja będzie taka jak teraz, założmy, że jest constans, (...) że złożę wniosek na posiedzeniu po wakacjach o obniżkę o 25pb. Nie wiem, czy ona znajdzie akceptację. To nie było w czasie dyskusji w ogóle testowane.” (9.07.2026, 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 pauzy 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	„Podstawowym scenariuszem w najbliższych miesiącach jest stabilizacja stóp procentowych.” (18.06.2026, Dziennik Gazeta Prawna via PAP Biznes)
H.Wnorowski	2,8	"Rozmowa dzisiaj o takim wniosku (o obniżkę) jest czysto seminaryjna. Oczywiście możemy pospekulować, natomiast nawet we wczorajszej wypowiedzi pana prezesa było tam sporo zastrzeżeń i założeń: jeśli, jeśli, jeśli. Generalnie w perspektywie września tych kilka "jeśli" może się nie spełnić, mogą pojawić się inne. Ja uważam, że to jest przedwczesny sygnał. Na dzisiaj widzę olbrzymi kłopot z tym, żebyśmy mogli taki wniosek poprzeć. (...) Słabo widzę możliwości obniżek, a jeśli już, to na pewno nie widzę większej liczby niż jedną". (10.07.2026, 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 stóp 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	„Jest za wcześniej, żeby deklarować poparcie czy brak poparcia dla ewentualnego wniosku o obniżkę stóp po wakacjach. Będzie wniosek, to będziemy się przyglądać. Zobaczymy jakie informacje napłyną do września. Natomiast absolutnie się zgadzam z oceną, że Rada jest gołębia. To ewidentnie było widoczne na ostatnim posiedzeniu.” (10.07.2026, PAP Biznes)

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

Stopy procentowe - prognozy PKO vs oczekiwania rynkowe										
		1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M
Data	09-lip	09-sie	09-wrz	09-paź	09-lis	09-gru	09-sty	09-lut	09-mar	09-kwi
WIBOR 3M/FRA†	3,83	3,81	3,77	3,74	3,70	3,71	3,70	3,67	3,67	3,69
Implikowana zmiana (pb)		-0,02	-0,06	-0,09	-0,13	-0,12	-0,13	-0,16	-0,16	-0,15
Posiedzenie RPP	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^		3,73	3,69	3,66	3,62	3,63	3,62	3,59	3,59	3,61

† 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

	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	2024	2025	2026	2027
Aktywność ekonomiczna										
Realny PKB (% r/r)	3,5	3,7	3,4	3,5	3,4	3,2	3,2	3,6	3,5	2,8
Popyt krajowy (% r/r)	3,7	4,4	4,3	4,7	3,3	2,9	4,8	4,2	4,3	2,6
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,3	2,8	3,3	2,8	2,8	3,0	2,9	3,7	3,0	3,0
Nakłady brutto na śr. trwałe (% r/r)	2,4	10,2	11,5	12,4	6,0	3,5	0,4	4,4	10,0	1,7
Zapasy (pp)	0,0	-0,1	-0,7	-0,6	0,2	0,0	1,1	0,1	-0,4	-0,1
Eksport netto (pp)	0,0	-0,6	-0,8	-1,1	0,3	0,3	-1,3	-0,4	-0,7	0,3
Produkcja przemysłowa^ (% r/r)	2,6	4,7	3,2	3,5	2,8	3,7	1,1	2,1	3,5	3,0
Produkcja budowlana^ (% r/r)	-8,1	4,9	6,3	4,3	4,8	4,1	-7,7	0,2	2,8	2,6
Sprzedaż detaliczna^ (realnie, % r/r)	6,1	2,9	3,4	1,6	1,8	3,5	3,2	3,9	3,4	2,7
Nominalny PKB (mld PLN)	949,8	994,6	1049,9	1200,0	1001,8	1046,4	3670	3913	4194	4397
Rynek pracy										
Stopa bezrobocia rejestrowanego ‡(%)	6,1	5,8	5,8	5,8	6,0	5,6	5,1	5,7	5,8	5,7
Zatrudnienie – przedsiębiorstwa (% r/r)	-0,8	-0,9	-0,7	-0,7	-0,4	-0,3	-0,4	-0,8	-0,8	-0,2
Place – przedsiębiorstwa (% r/r)	6,3	5,6	6,0	5,3	4,9	5,3	11,2	8,0	5,8	5,1
Ceny^										
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	3,0	3,3	3,8	3,4	2,9	3,6	3,6	3,2	2,8
Inflacja bazowa (% r/r)	2,6	3,0	3,1	3,3	3,2	2,9	4,3	3,3	3,0	2,9
15% średnia obcięta (% r/r)	2,5	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Inflacja PPI (% r/r)	-1,1	1,9	1,3	1,2	-0,1	-3,0	-6,7	-1,6	0,8	-1,7
Agregaty monetarne‡										
Podaż pieniądza, M3 (mld PLN)	2804,4	2865,0	2932,7	3008,0	3065,0	3118,5	2479,8	2737,7	3008,0	3214,1
Podaż pieniądza, M3 (% r/r)	11,5	10,8	11,0	9,9	9,3	8,8	9,3	10,4	9,9	6,9
Realna podaż pieniądza, M3 (% r/r)	8,9	7,6	7,4	5,9	5,7	5,7	5,5	6,5	6,5	3,9
Kredyty, ogółem (mld PLN)	1564,4	1587,1	1608,2	1628,5	1674,9	1694,3	1499,6	1575,3	1628,5	1739,2
Kredyty, ogółem (% r/r)	3,2	3,2	3,6	3,4	7,1	6,8	5,0	5,0	3,4	6,8
Depozyty, ogółem (mld PLN)	2547,3	2574,3	2590,2	2632,4	2684,9	2705,2	2266,0	2474,1	2632,4	2769,3
Depozyty, ogółem (% r/r)	8,6	6,3	7,2	6,4	5,4	5,1	9,7	9,2	6,4	5,2
Bilans płatniczy										
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,8	-0,9	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	0,3	-0,9	-1,7	-1,7
Saldo handlowe (% PKB)	-1,3	-1,3	-1,6	-1,8	-1,8	-1,9	-0,7	-1,5	-1,8	-1,4
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,2	1,1	1,4	2,2	1,9	1,8	1,1	1,2	2,2	1,9
Polityka fiskalna*										
Saldo fiskalne (% PKB)	-7,1	-7,0	-6,9	-7,1	-7,3	-7,0	-6,4	-7,3	-7,1	-6,7
Dług publiczny (% PKB)	61,6	63,2	64,7	65,9	67,3	68,6	54,8	59,7	65,9	71,3
Polityka pieniężna ‡										
Stopa referencyjna NBP (%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	5,75	4,00	3,75	3,25
Stopa lombardowa NBP (%)	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	6,25	4,50	4,25	3,75
Stopa depozytowa NBP (%)	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	5,25	3,50	3,25	2,75
WIBOR 3M* (%)	3,85	3,85	3,82	3,82	3,82	3,65	5,84	3,99	3,82	3,30

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 3q26	Prognoza PKO na koniec 2026	Komentarz
EURUSD	1,14	1,15	1,17	Po jastrzębim zwrocie FOMC na czerwcowym posiedzeniu, rynkowe wyceny podwyżek stóp Fed utrzymują się, co przy spadku oczekiwań na podwyżki stóp EBC wspiera dolara względem euro. Zakładamy, że korzystny dla USD bilans czynników może utrzymać się jeszcze na początku 3q26, jednak w kolejnych tygodniach powinien stopniowo słabnąć, m.in. pod wpływem zmniejszających presję inflacyjną niskich cen ropy. W efekcie oczekujemy osłabienia USD i wzrostu EURUSD w okolice 1,15 na koniec września 2026 oraz 1,17 na koniec roku.
EURPLN	4,35	4,27	4,28	Złotego fundamentalnie wspiera wyraźna przewaga tempa wzrostu gospodarczego Polski nad strefą euro, sprzyjająca pozytywnemu postrzeganiu krajowych aktywów oraz napływowi kapitału inwestycyjnego i portfelowego. Presję na PLN wywiera jednak silny globalnie dolar oraz mniejsza atrakcyjność waluty w strategiach carry trade, wynikająca z rosnących rynkowych wycen obniżek stóp NBP w 2027 i zawężenia oczekiwanego dyferencjału stóp. W naszej ocenie w horyzoncie 3q26 czynniki ciężące złotemu powinny osłabnąć, sprzyjając umocnieniu PLN wobec EUR i USD.
Rentowność obligacji 5Y PLN	4,70%	4,55%	4,50%	Oczekujemy stopniowego spadku rentowności 5-letnich obligacji skarbowych, wspieranego przez obniżanie się inflacji, powrót oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej NBP oraz korzystniejsze tendencje na rynkach bazowych. Jednocześnie tempo spadku rentowności powinno pozostawać ograniczane przez wysoką podaż papierów skarbowych, utrzymujące się duże potrzeby pożyczkowe sektora publicznego oraz ryzyko fiskalne Polski.

	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2028	długi termin*
Stopy procentowe:									
St. referencyjna NBP	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00
WIBOR 1M	3,78	3,81	3,81	3,81	3,81	3,56	3,31	3,06	3,06
WIBOR 3M	3,85	3,82	3,82	3,82	3,65	3,48	3,30	3,05	3,05
WIBOR 6M	3,90	3,84	3,84	3,76	3,58	3,41	3,20	3,07	3,07
WIBOR 12M	3,87	3,81	3,72	3,59	3,40	3,25	3,14	3,08	3,08
WIBID 1M	3,58	3,61	3,61	3,61	3,61	3,36	3,11	2,86	2,86
WIBID 3M	3,65	3,62	3,62	3,62	3,45	3,28	3,10	2,85	2,85
WIBID 6M	3,70	3,64	3,64	3,56	3,38	3,21	3,00	2,87	2,87
WIBID 12M	3,67	3,61	3,52	3,39	3,20	3,05	2,94	2,88	2,88
Główna stopa Fed	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25	3,00	2,50
SOFR USD 1M	3,63	3,60	3,60	3,60	3,35	3,10	3,10	2,85	2,35
SOFR USD 3M	3,63	3,67	3,67	3,66	3,41	3,15	3,15	2,89	2,38
SOFR USD 6M	3,67	3,69	3,68	3,56	3,30	3,17	3,04	2,78	2,40
St. depozytowa EBC	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
St. refinansowa EBC^	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40
EURIBOR 1M	2,20	2,17	2,17	2,17	2,17	2,17	2,17	2,17	2,17
EURIBOR 3M	2,32	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
EURIBOR 6M	2,57	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	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,45
SARON CHF 3M	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,45
SARON CHF 6M	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,45	0,46
Kursy walutowe:									
EURPLN	4,30	4,27	4,28	4,29	4,30	4,31	4,30	4,26	4,26
USDPLN	3,77	3,71	3,66	3,64	3,64	3,68	3,68	3,70	3,70
CHFPLN	4,66	4,59	4,51	4,47	4,43	4,44	4,48	4,48	4,48
GBPPLN	4,99	4,94	4,90	4,94	4,92	4,94	4,89	4,82	4,82
EURUSD	1,14	1,15	1,17	1,18	1,18	1,17	1,17	1,15	1,15
EURCHF	0,92	0,93	0,95	0,96	0,97	0,97	0,96	0,95	0,95
GBPUSD	1,32	1,33	1,34	1,36	1,35	1,34	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 (Kierowniczka)	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 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](#)

[X @PKO_Research](#)



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.