

Główne gospodarki w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
USA				
- realny PKB (%)	2,1	2,0	2,1	Wzrost gospodarczy USA wyhamował. W 2q26 PKB wzrósł o 1,5% q/q saar, wobec 2,1% w 1q26. Mimo silnego popytu krajowego, napędzanego m.in. organizacją mistrzostw świata i inwestycjami w AI, dynamikę PKB ograniczył wysoki import technologiczny (wsparty obniżkami cel) oraz redukcja zapasów. Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w latach 2026-2027 utrzyma się na zbliżonym do obecnego poziomie. Gospodarka zmagą się jednak z dwoma równoczesnymi szokami proinflacyjnymi – ponownie rosnącymi stawkami celnymi i wzrostem cen energii. Deflator PCE w czerwcu spadł przejściowo do 3,7% r/r z 4,1% r/r, ale w lipcu może odbić i pozostać podwyższony w pozostałej części roku. Rynek pracy pozostaje stabilny.
- inflacja CPI (%)	2,7	3,5	2,5	
Strefa euro				
- realny PKB (%)	1,4	0,9	1,2	Wyniki gospodarki strefy euro pozytywnie zaskoczyły. Wzrost PKB w 2q26 przyspieszył do 1,0% r/r z 0,5% r/r w 1q26. Choć przyspieszenie może częściowo wynikać z czynników jednorazowych (<i>frontloading</i> , niższe stawki cel USA), świadczy ono również o rosnącej odporności gospodarki, która adaptuje się do nowych warunków, dlatego podnieśliśmy prognozę na 2026. W 2027 oczekujemy dalszego niewielkiego ożywienia. Jednocześnie rośnie presja inflacyjna. Inflacja bazowa HICP w lipcu wzrosła do 2,5% r/r, a jej miesięczny impet był najwyższy od połowy 2024. Oczekiwania inflacyjne pozostają natomiast stabilne.
- inflacja HICP (%)	2,1	3,0	2,3	
Chiny				
- realny PKB (%)	5,0	4,7	4,4	Chińska gospodarka coraz wyraźniej odczuwa skutki szoku paliwowego. Wzrost PKB spowolnił do 4,3% r/r w 2q26 z 5,0% r/r w 1q26. Dane za czerwiec i lipiec wskazują na dalsze osłabienie aktywności. Utrzymuje się silne zróżnicowanie sektorowe – produkcja przemysłowa i branże wysokich technologii rosną szybko, podczas gdy sytuacja konsumenta pozostaje słaba. Oczekujemy stopniowego spowolnienia wzrostu PKB do ok. 4,4% w 2027. Jednocześnie szok naftowy zakończył trwającą 3,5 roku deflację cen producentów – PPI w lipcu był wyższy o 3,5% r/r, co ogranicza 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	Perspektywy krajowej gospodarki pozostają korzystne. Wzrostowi sprzyja stabilna konsumpcja prywatna oraz silne odbicie inwestycji, które w najbliższych kwartałach powinny pozostać głównym motorem aktywności. Wraz z wygasaniem efektu niskiej bazy roczna dynamika PKB w 2h26 będzie jednak stopniowo obniżać się do ok. 3,2-3,5% r/r. W 2027 oczekujemy dalszego schłodzenia koniunktury wraz z wygaśnięciem silnego impulsu inwestycyjnego związanego z finalizacją KPO i rozpoczęciem programu SAFE. Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje eskalacja napięć geopolitycznych, natomiast wsparciem dla wzrostu mogłoby być stopniowe ożywienie gospodarcze w strefie euro, zwłaszcza w Niemczech.
Procesy inflacyjne				
- inflacja CPI (%)	3,6	3,2	3,0	Inflacja w lipcu wzrosła do 3,0% r/r z 2,5% r/r w czerwcu. Za przyspieszeniem stał ponowny wzrost cen ropy oraz zakończenie programu CPN, skutkujące wyraźnym wzrostem krajowych cen paliw. Jednocześnie w kierunku obniżenia inflacji nadal oddziaływały spadki cen żywności. W kolejnych miesiącach inflacja powinna dalej stopniowo rosnąć, jednak skala wzrostu będzie naszym zdaniem ograniczona – wpływ kryzysu na Bliskim Wschodzie okazał się znacznie mniejszy, niż wcześniej oczekiwano. Nie dostrzegamy fundamentalnych źródeł presji inflacyjnej: dynamika płac słabnie, oczekiwania inflacyjne wróciły do poziomów sprzed kryzysu, a efekty drugiej rundy pozostają bardzo ograniczone. Głównym czynnikiem ryzyka pozostają ceny żywności, które mogą rosnąć w 2h26. Od 3q27 oczekujemy trwałego powrotu inflacji do pasma odchyleń od celu NBP (1,5-3,5%).
Agregaty monetarne				
- kredyty/depozyty (%)	5,0/9,2	5,7*/8,0	7,0/6,2	Akcja kredytowa będzie nadal przyspieszać dzięki niższym stopom procentowym, stabilnemu wzrostowi dochodów i wysokim potrzebom inwestycyjnym firm. Dynamika depozytów powinna stopniowo hamować, choć wolniej niż zakładaliśmy.
Równowaga zewnętrzna				
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,9	-1,6	-1,7	Zaburzenia na rynku surowców energetycznych oddziałują negatywnie na bilans płatniczy, ale prognozujemy nieco mniejszy niż wcześniej wzrost deficytu, do 1,6% PKB w 2026. 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. Nasz scenariusz bazowy nie zakłada wyraźnej konsolidacji fiskalnej. Obecne prognozy wskazują na wzrost długu powyżej 70% PKB na koniec 2027, a odwrócenie tego trendu wymagałoby zdecydowanych dostosowań fiskalnych.
Polityka pieniężna				
- stopa referencyjna NBP (%)	4,00	3,75	3,00	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 cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, łącznie o 75pb (3x25pb).

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	Według wstępnych danych w 2q26 wzrost gospodarczy w Czechach ponownie spowolnił, do 2,0% r/r z 2,2% r/r w 1q26 i okazał się nieco niższy od oczekiwań. Wzrost napędzała konsumpcja oraz dodatni wkład eksportu netto, podczas gdy wkład inwestycji był negatywny, co oznacza odwrócenie wcześniejszego wzorca, gdy to inwestycje były głównym motorem wzrostu, a eksport netto działał hamująco. Po stronie podażowej wzrost PKB był wspierany przez przemysł oraz większość sektorów usługowych. Według wstępnych danych inflacja CPI w lipcu przyspieszyła do 1,7% r/r z 1,5% r/r w czerwcu, zgodnie z oczekiwaniami. Wzrost inflacji miał szeroki charakter i dotyczył zarówno kategorii bazowych, jak i żywności oraz energii i paliw. Inflacja bazowa (mierzona przez CNB) w lipcu mogła przyspieszyć w kierunku 2,9-3,0% r/r z 2,8% r/r w czerwcu. Na posiedzeniu w sierpniu bank centralny jednogłośnie podjął decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W komunikacie Bank stwierdził, że „podwyżka stóp procentowych na poprzednim posiedzeniu doprowadziła do oczekiwanego zacieśnienia warunków monetarnych”. W bazowym scenariuszu zakładamy, że stopy pozostaną na niezmiennym poziomie co najmniej do końca roku, a w przyszłym roku może się pojawić przestrzeń do niewielkiego złagodzenia polityki pieniężnej. Niemniej jednak nie możemy wykluczyć jeszcze jednej podwyżki stóp w tym roku.
- inflacja CPI (%)	2,5	2,0	2,1	
Węgry				
- realny PKB (%)	0,4	1,7	2,4	Według wstępnych danych wzrost PKB w 2q26 wyniósł 1,7% r/r, a zatem tyle samo ile w 1q26. W ujęciu kwartalnym PKB zwiększył się 0,4% sa. Choć nie znamy jeszcze szczegółowych danych, to zakładamy, że głównymi czynnikami wspierającymi wzrost gospodarczy były usługi, szczególnie działalność profesjonalna, naukowa, techniczna i administracyjna, oraz przemysł, podczas gdy wpływ rolnictwa był negatywny. Motorem napędowym pozostają nowe moce produkcyjne w sektorze motoryzacyjnym, natomiast efekty niższej inflacji i luzowania fiskalnego nie są jeszcze widoczne w dynamice aktywności gospodarczej. Inflacja CPI w lipcu ponownie spadła i wyniosła 1,2% r/r wobec 1,7% r/r w czerwcu, znacznie poniżej oczekiwań. Jednocześnie inflacja bazowa obniżyła się do 1,9% r/r z 2,0% r/r w czerwcu. Bank Węgier w lipcu ponownie (po analogicznym ruchu w czerwcu) obniżył stopy procentowe o 25pb, w tym stopę bazową do 5,75%. Niższa od oczekiwań inflacja zwiększa prawdopodobieństwo kontynuacji cyklu obniżek stóp. Naszym zdaniem Bank Węgier mógłby dokonać obniżki już na posiedzeniu we wrześniu.
- 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 0,7% r/r w 4q25 (dane zrewidowane). Spadek aktywności w ujęciu rocznym został odnotowany po raz pierwszy od 2020, a za obniżenie 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 płac w sektorze publicznym oraz emerytur). Jednocześnie w najnowszym szacunku zrewidowano konsumpcję publiczną, której wkład do wzrostu okazał się dodatni (0,4pp wobec -0,1pp wg wcześniejszych danych). W dół zrewidowano wkład inwestycji (0,4pp wobec 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 czerwcu obniżyła się do 10,4% r/r z 10,9% r/r w maju, pozostając powyżej 10% już trzeci miesiąc z rzędu. W lipcu, za sprawą efektu bazy, inflacja powinna wyraźnie się obniżyć, a na koniec roku zbliżyć się do 4% r/r. NBR na posiedzeniu w sierpniu pozostawił stopy na niezmiennym poziomie (stopa bazowa 6,50%), a przestrzeń do złagodzenia 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 [^]
Czechy - CNB	„Jeśli chodzi o sierpniowe posiedzenie, skłaniam się jednak ku pozostawieniu stóp procentowych bez zmian i poczekaniu na więcej informacji, nie tylko z krajowej gospodarki.” Członek zarządu J.Seidler (29.07.2026, Bloomberg)
Węgry - MNB	„Patrząc w przyszłość, mogę powiedzieć, że inflacja w najbliższych miesiącach może wynosić około 2% r/r lub nieco poniżej tego poziomu.” Wiceprezes P.Banai (27.07.2026, Magyar Nemzet)
Rumunia - NBR	„Dotychczasowe podejście banku centralnego, polegające na warunkowej strategii wait-and-see, 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	Prognoza PKO na koniec 2027	Komentarz
USA							
Stopa fed funds	3,50-3,75	-25pb (grudzień 2025)	16-wrz	3,50-3,75	3,50-3,75	3,00-3,25	Oczekujemy utrzymania stóp Fed bez zmian w tym roku, i powrotu do 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, mimo wcześniejszych deklaracji o determinacji w sprowadzeniu inflacji do celu, nie glosuje za podwyżką stóp procentowych, choć otoczenie makroekonomiczne – stabilny rynek pracy oraz solidny wzrost PKB – stwarza ku temu dogodne warunki.
Japonia							
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	1,00	+25pb (czerwiec 2026)	18-wrz	1,00	1,25	1,50	BoJ w czerwcu podniósł stopy procentowe o 25pb, do 1%, najwyższego poziomu od 1995. W lipcu stopy pozostały bez zmian. 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)	10-wrz	2,65	2,65	2,15	EBC, zgodnie z oczekiwaniami, po podwyżce w czerwcu, utrzymał w lipcu stopy bez zmian. Wskazano natomiast, że ewentualna decyzja o podwyżce może zapaść we wrześniu. Inflacja w lipcu dalej rosła, a wzrost gospodarczy przyspieszył, dając przestrzeń do podwyżek. Źródłem niepewności pozostaje sytuacja na Bliskim Wschodzie i ceny paliw w sierpniu, które będą miały istotny wpływ na wrześniową decyzję. W naszej ocenie przekaz lipcowego posiedzenia tworzy przestrzeń do podwyżki stóp we wrześniu. W 2027 EBC wróci wg nas ze stopami do poziomu sprzed szoku.
Stopa depozytowa	2,25			2,50	2,50	2,00	
Wielka Brytania							
Stopa bazowa	3,75	-25pb (grudzień 2025)	17-wrz	3,75	3,75	3,25	BoE w lipcu utrzymał stopę bazową bez zmian, przy 3 głosach za podwyżką o 25pb, co obrazuje w którą stronę przechylają się czynniki ryzyka. Stabilizacji stóp sprzyjają wyhamowanie wzrostu rynkowych cen energii, niższa presja płacowa 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 jest niska (1,3% r/r w czerwcu), ale bank pozostaje ostrożny i wskazuje, że rośnie prawdopodobieństwo niewielkiego wzrostu stóp proc.
Norwegia							
Stopa bazowa	4,25	+25pb (maj 2026)	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 niewielki obniżki stóp.
Czechy							
Stopa refinansowa	3,75	+25pb (czerwiec 2026)	17-wrz	3,75	3,75	3,50	CNB niespodziewanie zmienił nastawienie i w czerwcu podwyższył stopy procentowe oraz utrzymał je w lipcu. 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	5,75	-25pb (lipiec 2026)	25-sie	5,50	5,50	4,25	Poprawa perspektyw inflacyjnych oraz spadek premii za ryzyko po zmianie władzy umożliwiły MNB w czerwcu i lipcu obniżkę stóp procentowych. Bank zasignalizował gotowość do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej; naszym zdaniem kolejna obniżka nastąpi już we wrześniu. W 2027 oczekujemy kontynuacji ostrożnych obniżek, które sprowadzą stopę bazową do 4,25%.
Rumunia							
Stopa bazowa	6,50	-25pb (sierpień 2024)	08-paź	6,50	6,25	5,25	NBR kolejny miesiąc utrzymał stopy procentowe bez zmian na najwyższym poziomie w CEE, wskazując na wysoką inflację (10,4% r/r w czerwcu) 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)	10-wrz	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 2h26 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	„Obecnie mamy co prawda wyższy poziom stóp procentowych nominalnych niż przed agresją Rosji na Ukrainę, więc nie ma zagrożenia takiego wybuchu inflacji jak w 2022 roku, ale w kategoriach realnych, czyli z uwzględnieniem oczekiwań inflacyjnych konsumentów, firm czy nawet profesjonalnych analityków, stopy procentowe w Polsce pozostają w tej chwili na poziomie stymulującym gospodarkę, nawet nie neutralnym, nie mówiąc o restrykcyjności.” (22.07.2026, Dziennik Gazeta Prawna via PAP Biznes)
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, założymy, że jest constans, (...) że złożę wnioski 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	”Dla mnie scenariuszem bazowym jest utrzymanie stopy referencyjnej 3,75 proc. co najmniej do przełomu 2026/2027. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych inflacja w projekcji pozostaje w całym horyzoncie w przedziale odchylen od celu, a na jego końcu schodzi poniżej celu, a więc jakiegokolwiek działania na stopach byłoby na razie przedwczesne. Jednak patrząc na ryzyka, raczej większe jest prawdopodobieństwo ruchu stóp w górę w 2027 r.” (16.07.2026, PAP Biznes)
G.Masłowska	2,9	„Lipcowa projekcja NBP bardziej wskazuje na perspektywę kolejnego ruchu jako obniżki stóp, prawdopodobnie jeszcze w 2026 r. Z dużą pewnością można stwierdzić, że nie byłaby to więcej niż jedna obniżka, o ile sytuacja się nie zmieni. Zawsze reagujemy zgodnie z napływającymi danymi.” (20.07.2026, PAP Biznes)
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, żebym mógł 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 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 odnotowania, czy do zagrożenia odnotowania 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	„To znaczy nie musimy obniżać stóp, żeby jakoś stymulować gospodarkę, ale też nie musimy podwyższać stóp, żeby ją jakoś schładzać. Bo ona jest (...) w mocnej równowadze. I te parametry są naprawdę bardzo dobre” (23.07.2026, TOK FM via 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 MakroNawigatorze zostały wyróżnione pogrubioną czcionką.

Stopy procentowe - prognozy PKO vs oczekiwania rynkowe										
		1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M
Data	09-sie	09-wrz	09-paź	09-lis	09-gru	09-sty	09-lut	09-mar	09-kwi	09-maj
WIBOR 3M/FRA†	3,84	3,81	3,80	3,78	3,80	3,82	3,87	4,09	4,14	3,95
Implikowana zmiana (pb)		-0,03	-0,04	-0,06	-0,04	-0,02	0,03	0,25	0,30	0,11
Posiedzenie RPP	-	9-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^		3,72	3,71	3,69	3,71	3,73	3,78	4,00	4,05	3,86

† 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	4,1	3,2	3,3	3,4	3,2	3,2	3,6	3,5	2,8
Popyt krajowy (% r/r)	3,7	4,8	4,1	4,5	3,3	2,9	4,8	4,2	4,3	2,6
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,3	3,0	3,3	2,8	2,8	3,0	2,9	3,7	3,1	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	0,0	-0,9	-0,8	0,2	0,0	3,4	1,4	-5,7	1,1
Eksport netto (pp)	0,0	-0,6	-0,8	-1,1	0,3	0,3	-1,2	0,6	3,2	-1,3
Produkcja przemysłowa^ (% r/r)	2,6	4,8	5,1	2,0	2,6	3,5	1,1	2,1	3,6	3,0
Produkcja budowlana^ (% r/r)	-8,1	4,6	4,7	5,7	6,0	4,5	-7,7	0,2	2,7	3,5
Sprzedaż detaliczna^ (realnie, % r/r)	6,1	3,5	3,4	1,7	1,8	2,8	3,2	3,9	3,6	2,4
Nominalny PKB (mld PLN)	949,8	1001,6	1040,2	1195,9	1012,7	1064,7	3670	3913	4187	4437
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	5,7	6,3	5,6	5,2	5,5	11,2	8,0	6,0	5,2
Ceny^										
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	3,0	3,4	3,9	3,6	3,3	3,6	3,6	3,2	3,0
Inflacja bazowa (% r/r)	2,6	3,0	3,1	3,4	3,3	3,0	4,3	3,3	3,1	3,0
15% średnia obcięta (% r/r)	2,5	3,0	x	x	x	x	x	x	x	x
Inflacja PPI (% r/r)	-1,1	2,0	3,0	3,1	1,7	-1,4	-6,7	-1,6	1,7	-0,9
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	7,3	5,7	5,5	5,4	5,5	6,5	6,5	3,8
Kredyty, ogółem (mld PLN)	1564,4	1619,1	1640,0	1665,4	1700,8	1736,4	1499,6	1575,3	1665,4	1781,4
Kredyty, ogółem (% r/r)	3,2	5,3	5,6	5,7	8,7	7,2	5,0	5,0	5,7	7,0
Depozyty, ogółem (mld PLN)	2547,3	2662,1	2648,5	2671,9	2731,7	2804,8	2266,0	2474,1	2671,9	2837,5
Depozyty, ogółem (% r/r)	8,6	9,9	9,7	8,0	7,2	5,4	9,7	9,2	8,0	6,2
Bilans płatniczy										
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-0,9	-1,3	-1,6	-1,9	-2,0	0,3	-0,9	-1,6	-1,7
Saldo handlowe (% PKB)	-1,3	-1,2	-1,6	-1,8	-1,8	-1,8	-0,7	-1,5	-1,8	-1,4
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,2	1,1	1,3	2,0	1,9	1,8	1,1	1,3	2,0	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	3,50	5,75	4,00	3,75	3,00
Stopa lombardowa NBP (%)	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	6,25	4,50	4,25	3,50
Stopa depozytowa NBP (%)	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,00	5,25	3,50	3,25	2,50
WIBOR 3M* (%)	3,85	3,85	3,82	3,82	3,73	3,39	5,84	3,99	3,82	3,05

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	1,15	1,15	1,17	Słabsze względem konsensusu ekonomistów dane makro z USA wywierają presję na dolara, którą dodatkowo nasiliła skoordynowana interwencja władz USA i Japonii mająca na celu umocnienie jena. To w połączeniu z mocniejszymi odczytami makro ze strefy euro wspiera wzrost kursu EURUSD. Otoczenie geopolityczne na Bliskim Wschodzie pozostaje jednak niestabilne, co okresowo może zwiększać popyt na dolara jako bezpieczną przystań. Podtrzymujemy prognozy, zgodnie z którymi kurs EURUSD wyniesie 1,15 na koniec 3q26 oraz 1,17 na koniec roku.
EURPLN	4,30	4,27	4,28	Solidny wzrost PKB w Polsce w 2q26 powinien potwierdzić relatywnie lepszą koniunkturę krajową względem strefy euro, wspierając popyt na polskie aktywa i złotego. PLN sprzyjać będzie także korzystne otoczenie globalne, w tym słabszy dolar oraz utrzymująca się hossą na rynkach akcji. Skalę aprecjacji złotego ograniczać będzie natomiast zawężenie spreadu stóp NBP-EBC po zakładanej przez nas wrześniowej podwyżce stóp EBC, obniżające atrakcyjność PLN w strategiach carry trade.
Rentowność obligacji 5Y PLN	5,04%	4,55%	4,50%	W perspektywie najbliższych tygodni oczekujemy stopniowego spadku rentowności 5-letnich obligacji skarbowych. Ruch ten powinien być wspierany przez odchodzenie inwestorów od scenariusza podwyżek stóp procentowych NBP oraz możliwe obniżenie rentowności na rynkach bazowych. Przestrzeń do umocnienia krajowych obligacji pozostanie jednak ograniczona przez znaczną podaż papierów skarbowych, wysokie potrzeby pożyczkowe sektora publicznego i utrzymującą się premię za ryzyko fiskalne.

	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2028	długi termin*
Stopy procentowe:									
St. referencyjna NBP	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
WIBOR 1M	3,78	3,81	3,81	3,81	3,56	3,31	3,06	2,81	2,81
WIBOR 3M	3,85	3,82	3,82	3,73	3,39	3,22	3,05	2,79	2,79
WIBOR 6M	3,90	3,84	3,80	3,58	3,33	3,15	2,94	2,81	2,81
WIBOR 12M	3,87	3,80	3,55	3,30	3,00	2,88	2,83	2,79	2,91
WIBID 1M	3,58	3,61	3,61	3,61	3,36	3,11	2,86	2,61	2,61
WIBID 3M	3,65	3,62	3,62	3,53	3,19	3,02	2,85	2,59	2,59
WIBID 6M	3,70	3,64	3,60	3,38	3,13	2,95	2,74	2,61	2,61
WIBID 12M	3,67	3,60	3,35	3,10	2,80	2,68	2,63	2,59	2,71
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	3,65	3,65	3,65	3,40	3,15	3,15	2,90	2,40
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	2,50	2,50	2,50	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
St. refinansowa EBC^	2,40	2,65	2,65	2,65	2,40	2,15	2,15	2,15	2,15
EURIBOR 1M	2,20	2,42	2,42	2,42	2,17	1,92	1,92	1,92	1,92
EURIBOR 3M	2,32	2,56	2,56	2,56	2,30	2,05	2,05	2,05	2,05
EURIBOR 6M	2,57	2,62	2,61	2,49	2,23	2,11	2,11	2,11	2,11
Cel SNB	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
SARON CHF 1M	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,20	0,45
SARON CHF 3M	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,20	0,45
SARON CHF 6M	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,20	0,45
Kursy walutowe:									
EURPLN	4,30	4,27	4,28	4,29	4,30	4,31	4,30	4,26	4,27
USDPLN	3,77	3,71	3,66	3,64	3,64	3,68	3,68	3,70	3,71
CHFPLN	4,66	4,59	4,51	4,47	4,43	4,44	4,48	4,48	4,49
GBPPLN	4,99	4,94	4,90	4,94	4,92	4,94	4,89	4,86	4,85
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	1,31	1,31

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.