

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 ograniczyły negatywne skutki wojny handlowej. Oczekujemy, że w najbliższych kwartałach tempo wzrostu nieznacznie przyspieszy, ale czynnikiem ryzyka pozostają spadające realne wynagrodzenia oraz eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i napięcie handlowych. Inflacja, pod wpływem obu konfliktów, utrzyma się na podwyższonym poziomie przynajmniej do końca 1q27, po czym – głównie przez efekty bazy – zacznie spadać w kierunku celu, pozostając powyżej niego przez cały 2027. Rynek pracy jest wciąż stabilny.
- inflacja CPI (%)	2,7	3,4	2,5	
Strefa euro				
- realny PKB (%)	1,4	0,9	1,2	Wyniki gospodarki strefy euro pozytywnie zaskoczyły. Wzrost PKB w 2q26 przyspieszył do 1,2% r/r z 0,6% r/r w 1q26. Choć przyspieszenie może częściowo wynikać z czynników jednorazowych (frontloading, niższe stawki cel USA), świadczy ono również o rosnącej odporności gospodarki. Wszystkie wskaźniki koniunktury potwierdzają, że aktywność w 3q26 utrzymała się na dobrym poziomie. W 2027 oczekujemy dalszego niewielkiego ożywienia. Jednocześnie rośnie presja inflacyjna – inflacja HICP w sierpniu wzrosła do 3,3% r/r. Inflacja utrzyma się powyżej celu do końca 1q27, a od 2h27 powinna zbliżyć się do celu. Oczekiwania inflacyjne pozostają stabilne.
- inflacja HICP (%)	2,1	3,0	2,3	
Chiny				
- realny PKB (%)	5,0	4,7	4,4	Chińska gospodarka pozostaje pod presją słabego popytu krajowego i szoku naftowego. Wzrost PKB spowolnił do 4,3% r/r w 2q26 z 5,0% r/r w 1q26. Lipcowe dane potwierdziły słabość konsumpcji i inwestycji, choć sierpniowy PMI wskazał na częściową poprawę koniunktury w przemyśle. Oczekujemy, że średnioroczne tempo wzrostu PKB obniży się do 4,4% w 2027. Szok naftowy nasila presję kosztową – inflacja PPI wzrosła w sierpniu do 3,8% r/r. Deflacja cen producentów zakończyła się już w marcu, po 41 miesiącach spadków, 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	Wzrost gospodarczy w 2q26 przyspieszył do 3,9% r/r z 3,5% r/r w 1q26. Jego motorem pozostała konsumpcja, ale coraz większe znaczenie dla wzrostu mają inwestycje, które zwiększyły się o 8,4% r/r. Solidny popyt eksportowy i inwestycyjny wspierają dynamikę wartości dodanej w przetwórstwie przemysłowym. Gospodarka pozostanie na ścieżce ożywienia, jednak w kolejnych kwartałach jej dynamika spowolni w okolicach 3,2–3,3% r/r, odzwierciedlając efekt wyższej bazy statystycznej z drugiej połowy 2025. Nasza całoroczna prognoza wzrostu w 2026 na poziomie 3,5% r/r pozostaje niezmieniona. W 2027 oczekujemy dalszego spowolnienia PKB do 2,8% r/r, do czego przyczyni się osłabienie inwestycji w związku z zakończeniem wydatkowania środków z KPO oraz niższa dynamika konsumpcji, w ślad za wolniejszym przyrostem dochodów.
- inflacja CPI (%)	3,6	3,2	2,8	
Procesy inflacyjne				
- inflacja CPI (%)	3,6	3,2	2,8	Inflacja wzrosła w wakacje, w sierpniu osiągając najwyższy od 14 miesięcy poziom 3,4% r/r. Główną przyczyną ostatniego wzrostu inflacji były ceny paliw, podbijane przez zakończenie programu CPN oraz drożącą globalnie ropę naftową. Wzrosła również inflacja bazowa – wskaźnik bez żywności i energii od kwietnia przekracza 3%. Jednocześnie czynnikiem obniżającym inflację pozostaje deflacja cen żywności. Kolejne miesiące pokażą naszym zdaniem dalszy wzrost inflacji, w okolicach 4,0% r/r, do czego przyczynią się oczekiwane odbicie cen żywności, dalsze przyspieszenie cen paliw i wzrost inflacji bazowej. W przyszłym roku inflacja obniży się, a do pasma odchyleń od celu powróci trwale w 2h27. Wobec braku przełomu na Bliskim Wschodzie czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy pozostaje kształtowanie się cen ropy naftowej.
Agregaty monetarne				
- kredyty/depozyty (%)	5,0/9,2	5,7/8,2	7,0/5,6	Akcja kredytowa będzie nadal przyspieszać dzięki niższym stopom procentowym, wzrostowi zdolności kredytowej i wysokim potrzebom inwestycyjnym firm. Natomiast dynamika depozytów będzie stopniowo hamować.
Równowaga zewnętrzna				
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,9	-1,8	-1,8	Reakcja bilansu płatniczego na szok energetyczny była w 1h26 niewielka, jednak do końca roku zarówno deficyt towarowy, jak i na rachunku bieżącym, pogłębią się w okolicach 2% PKB. Dynamiki eksportu i importu były w 2q26 wysokie, a saldo wymiany towarowej miało pozytywny wkład do wzrostu PKB.
Polityka fiskalna				
- saldo fiskalne (% PKB)	-7,3	-7,1	-6,7*	Deficyt fiskalny w latach 2026–2027 pozostanie blisko 7% PKB. Zrewidowane plany rządu, sugerujące brak konsolidacji fiskalnej w 2027, najpewniej doprowadzą do podwyższenia naszej prognozy deficytu na przyszły rok. Sytuacja fiskalna wywiera presję na rating Polski.
Polityka pieniężna				
- stopa referencyjna NBP (%)	4,00	3,75	3,00	Obecnie nie ma przestrzeni do obniżek stóp procentowych, nie widzimy jednak potrzeby ich podnoszenia, mimo że taki scenariusz sugerują aktualne wyceny rynkowe. Powrót inflacji do celu w połowie 2027 otworzy drogę do wznowienia cyklu obniżek.

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Fed, MFW, PKO Bank Polski. *prognoza w trakcie rewizji.

Region CEE w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
Czechy				
- realny PKB (%)	2,7	2,3	2,5	PKB w 2q26 wzrósł o 1,9% r/r, spowalniając z 2,2% r/r w 1q26. Zrewidowane dane były gorsze od wstępnego szacunku (2,0% r/r) i prognozy banku centralnego (2,2% r/r), jednak wskazywały na kontynuację ekspansji gospodarczej. Głównymi motorami wzrostu w ujęciu r/r były konsumpcja prywatna (+1,1pp), konsumpcja publiczna (+0,2pp) i inwestycje (+1,7pp). Duża poprawa indeksu PMI w sierpniu wskazuje na ożywienie popytu eksportowego w czeskim przetwórstwie, najpewniej w związku z lepszymi perspektywami gospodarki strefy euro. Pomimo pewnego rozczarowania w danych bieżących oczekujemy wzrostu PKB o 2,3% w całym 2026. Inflacja w sierpniu wzrosła do 1,9% r/r z 1,7% r/r miesiąc wcześniej i była zgodna ze ścieżką z ostatniej projekcji CNB. Inflację w minionym miesiącu podbiły ceny paliw, natomiast w przeciwnym kierunku działała coraz głębsza deflacja cen żywności. Wzrost cen towarów jest marginalny (+0,2% r/r), a źródłem niepokoju banku centralnego pozostają silnie rosnące ceny usług, chociaż w sierpniu ich dynamika spowolniła nieco do 4,5% r/r z 4,7% r/r. W kolejnych miesiącach inflacja najpewniej wzrośnie, przekraczając 2,0% r/r na przełomie roku. W 2027 powinna jednak ustabilizować się poniżej 3,0% r/r. W scenariuszu bazowym zakładamy stabilizację stóp procentowych w najbliższych miesiącach i ostrożną obniżkę pod koniec przyszłego roku.
- inflacja CPI (%)	2,5	1,9	2,6	
Węgry				
- realny PKB (%)	0,4	1,8	2,3	Wzrost gospodarczy w 2q26 ustabilizował się na poziomie 1,7% r/r. Jego motorem pozostawała konsumpcja prywatna, przy ujemnym wkładzie ze strony inwestycji i eksportu netto. Warto jednak odnotować pierwszy od 3 lat wzrost eksportu towarów (+2,4% r/r), który był efektem otwarcia nowej fabryki BMW. Po stronie podażowej głównym motorem PKB było przetwórstwo, gdzie wzrost wartości dodanej przyspieszył do 3,7% r/r z 0,8% r/r kwartał wcześniej. Nasze prognozy zakładają lekkie przyspieszenie wzrostu gospodarczego na Węgrzech w drugiej połowie roku. Inflacja CPI w sierpniu wzrosła do 1,3% r/r z 1,2% r/r w lipcu. Wzrost CPI wynikał głównie z przyspieszenia inflacji usług (5,0% r/r vs 4,7% r/r) oraz wzrostu cen paliw (+1,3% r/r vs -0,1% r/r). Inflacja bazowa przyspieszyła do 2,0% r/r z 1,9% r/r w lipcu. Presję inflacyjną ograniczały mocny forint oraz pogłębiająca się deflacja w żywności (-4,8% r/r vs -4,4% r/r). Do końca roku inflacja utrzyma się naszym zdaniem poniżej 2,0% r/r, a w przyszłym roku oczekujemy przyspieszenia wzrostu cen w kierunku 3,0% r/r. W MNB prowadzone są obecnie prace nad obniżeniem celu inflacyjnego (3,0% r/r). Ewentualna zmiana byłaby motywowana staraniami Węgier o wejście do strefy euro.
- inflacja CPI (%)	4,4	1,6	2,7	
Rumunia				
- realny PKB (%)	0,7	-0,6	2,4	Dynamika PKB w 2q26 była ujemna, jednak spadek spowolnił do -0,4% r/r z -1,2% r/r w 1q26. Po stronie popytowej dodatni wkład do dynamiki PKB miały inwestycje (+4,1pp), natomiast ujemnie oddziaływały konsumpcja (-2,0pp), zmiana zapasów (-2,0pp) oraz eksport netto (-0,5pp). Po stronie podażowej największy pozytywny wkład miało budownictwo oraz niektóre sektory usługowe. Natomiast ujemny wpływ miały handel, transport, hotele i restauracje oraz przemysł. Słabość sektora konsumenckiego jest skutkiem podwyższonej przez zmiany regulacyjne inflacji, natomiast inwestycje są wspierane przez wykorzystanie funduszy unijnych. Po odsezonowaniu PKB obniżył się w 2q26 o 2,0% r/r, oraz ustabilizował w ujęciu q/q. Pomimo możliwej poprawy pod koniec roku zakładamy, że cały rok zamknie się spadkiem PKB o 0,6%. Inflacja CPI w lipcu obniżyła się do 8,2% r/r z 10,4% r/r w czerwcu. Spadek inflacji w ujęciu rocznym to zasługa przede wszystkim efektu bazy statystycznej związanego z ubiegłorocznym odmrożeniem cen energii elektrycznej. W sierpniu inflacja najpewniej spadła poniżej 7% r/r, a proces dezinflacji powinien być kontynuowany w kolejnych miesiącach. Spadek inflacji poniżej poziomu stopy banku centralnego (6,50%) umożliwi bankowi centralnemu obniżki stóp procentowych.
- inflacja CPI (%)	7,3	8,0	3,7	

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

Monitor banków centralnych regionu CEE

Wybrane wypowiedzi [^]	
Czechy - CNB	„Moim zdaniem nie ma wielu powodów do zmian (stóp we wrześniu). Tak naprawdę chodzi o stopień restrykcyjności polityki pieniężnej i nie będziemy deklarować z góry żadnych decyzji. Będziemy po prostu prowadzić politykę zależną od napływających danych.” Wiceprezeska E.Zamrazilová (9.09.2026, Reuters)
Węgry - MNB	„O dalszym kształtowaniu się stopy bazowej rada polityki pieniężnej będzie mogła zdecydować za miesiąc, w świetle wrześniowego raportu o inflacji.” Prezes M. Varga (25.08.2026, infostart.hu)
Rumunia - NBR	„W miarę jak inflacja spada, oczywiście po tym, jak zejdzie poniżej stopy polityki pieniężnej, możemy oczekiwać obniżki stóp procentowych.” Prezes M. Isărescu (13.08.2026, agerpres.ro)

[^]Wypowiedzi zmienione w tym Makro Nawigatorze zostały wyróżnione pogrubioną czcionką, tłumaczenia PKO BP.

Polityka pieniężna za granicą

	Bieżący poziom (%)	Ostatnia zmiana	Kolejne posiedzenie	Prognoza PKO na kolejne posiedzenie	Prognoza PKO na koniec 2026	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	Wynik wrześniowego posiedzenia FOMC nie jest przesądzony. W ostatnich tygodniach wyceny rynkowe były bardzo zmienne, jednak obecnie wyższe prawdopodobieństwo jest przypisywane podwyżce stóp o 25pb. Za podniesieniem stóp we wrześniu przemawia długotrwale podwyższona inflacja oraz stabilna sytuacja na rynku pracy. Argumenty za stabilizacją obejmują hamowanie impetu inflacji, słabnący sektor konsumencki oraz niechęć do zwiększania kosztu pieniądza przed wyborami polówkowymi. W ostatnim wystąpieniu K.Warsh zapewniał o determinacji Fed w walce z inflacją, jednak jak do tej pory za deklaracjami nie poszły czyny.
Japonia							
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	1,00	+25pb (czerwiec 2026)	18-wrz	1,25	1,25	1,75	Na wrześniowym posiedzeniu BoJ powszechnie oczekiwana jest kolejna podwyżka stóp procentowych o 25pb, której sprzyjają przyspieszenie wzrostu gospodarczego i najsilniejszy od trzech dekad wzrost wynagrodzeń. Naszym zdaniem dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej jest prawdopodobne, jednak kolejne ruchy BoJ będą uzależnione od sytuacji w gospodarce. Informacje z Banku wskazują na możliwość przyspieszenia tempa podwyżek stóp.
Strefa euro							
Stopa refinansowa*	2,65	+25pb (wrzesień 2026)	28-paź	2,65	2,65	2,15	W reakcji na szok energetyczny EBC dwukrotnie podniósł stopy procentowe, sprowadzając stopę depozytową do 2,50%. Uzasadnieniem dla wrześniowej podwyżki były prognozy zakładające utrzymywanie się inflacji wyraźnie powyżej celu przez dłuższy okres. Jednocześnie wzrost gospodarczy okazał się bardziej odporny, niż zakładano. Kolejne decyzje EBC będą uzależnione od napływających danych, zakładamy stabilizację stóp w najbliższej przyszłości.
Stopa depozytowa	2,50			2,50	2,50	2,00	
Wielka Brytania							
Stopa bazowa	3,75	-25pb (grudzień 2025)	17-wrz	3,75	3,75	3,25	BoE najpewniej nie zmieni stóp procentowych na posiedzeniu we wrześniu oraz na wszystkich pozostałych w 2026. Obecny poziom inflacji nie powinien przekonać większości Rady do podwyżek, chociaż w lipcu za taką opcją opowiedziało się 3 decydentów. W 2027 widzimy przestrzeń do ostrożnych obniżek stóp.
Szwajcaria							
Stopa bazowa	0,00	-25pb (czerwiec 2025)	24-wrz	0,00	0,00	0,00	SNB ma obecnie niewielką zachętę do zmiany stóp procentowych, dlatego najpewniej utrzyma je na aktualnym poziomie w przewidywalnej przyszłości. Inflacja w Szwajcarii pozostaje bardzo niska, a silny CHF jest czynnikiem zacieśniającym warunki monetarne.
Szwecja							
Stopa refinansowa	1,75	-25pb (wrzesień 2025)	23-wrz	1,75	1,75	2,00	Riksbank, pomimo niskiej inflacji pozostał ostrożny i nie zmienił stóp w sierpniu. Oczekujemy, że stopy w Szwecji pozostaną na niezmiennym poziomie co najmniej do końca roku, a w przyszłym roku mogłoby dojść do podwyżki stóp, choć Bank komunikuje, że wciąż prawdopodobna jest podwyżka stóp w 2026.
Norwegia							
Stopa bazowa	4,25	+25pb (maj 2026)	24-wrze	4,25	4,50	4,00	Chociaż inflacja w lipcu spowolniła silniej od prognoz, to pozostała zbyt wysoka. W konsekwencji w ocenie Norges Banku nadal może być konieczne podwyższenie poziomu stóp, ze względu na ryzyko zakotwiczenia inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych na wyższym poziomie.
Czechy							
Stopa refinansowa	3,75	+25pb (czerwiec 2026)	17-wrz	3,75	3,75	3,50	Po czerwcowej podwyżce stóp CNB przyjął wyczekującą postawę. W najbliższym czasie stopy najpewniej pozostaną niezmienione, jednak bank pozostanie wrażliwy na przyspieszenie inflacji bazowej i ryzyko geopolityczne.
Węgry							
Stopa bazowa	5,50	-25pb (sierpień 2026)	22-wrz	5,50	5,50	4,25	Niska inflacja i premia za ryzyko umożliwiły MNB kolejną obniżkę stóp procentowych o 25pb na posiedzeniu w sierpniu. Obecne prognozy pokazują utrzymywanie się inflacji poniżej celu w 2027, jednak wrześniowa projekcja będzie już uwzględniała skutki suszy, dlatego przewidujemy dłuższą przerwę w cyklu obniżek.
Rumunia							
Stopa bazowa	6,50	-25pb (sierpień 2024)	16-wrz	6,50	6,25	5,25	Inflacja w Rumunii zaczęła spadać, do czego przyczyniają się czynniki statystyczne. Jej spadek poniżej poziomu stopy banku centralnego (6,50%) otworzyłby drogę do obniżek stóp procentowych.
Turcja							
Stopa repo	37,00	-100pb (styczeń 2026)	22-paź	37,00	35,00	30,00	Bank Turcji od marca utrzymuje stopy bez zmian w reakcji na pogorszenie perspektyw inflacyjnych i sytuacji rynkowej. Proces dezinflacji nie przebiega wystarczająco szybko, ale oczekujemy, że przed końcem 2026 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, założmy, 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	„Lipcową 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	„Scenariuszem bazowym jest brak zmian stóp do końca bieżącego roku. (...) Obecnie oczekiwania obniżek stóp w nadchodzących kwartałach nie są uzasadnione. Powrót do dyskusji o luźniejszej polityce pieniężnej będzie możliwy, gdy inflacja zejdzie do punkтового celu 2,5 proc. i pozostanie tam na trwałe.” (3.09.2026, Bloomberg)
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 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	„Gospodarka przyspiesza, miała przyspieszać w trzecim kwartale i przyspiesza. Wszystkie dane, które do tej pory opublikowano za lipiec, wskazują na to, że koniunktura w Polsce jest bardzo dobra. To było oczekiwane, nie ma zaskoczenia, sądziliśmy, że tak będzie. Nie przekłada się to na jakąś presję inflacyjną.” (24.08.2026, TOK FM)

*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										
Data	1M		2M		3M		4M		5M	
	09-wrz	09-paź	09-lis	09-gru	09-sty	09-lut	09-mar	09-kwi	09-maj	09-cze
WIBOR 3M/FRA†	3,83	3,86	3,97	4,04	4,14	4,26	4,36	4,40	4,45	4,52
Implikowana zmiana (pb)		0,03	0,14	0,21	0,31	0,43	0,53	0,57	0,62	0,69
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^		3,78	3,89	3,96	4,06	4,18	4,28	4,32	4,37	4,44

† 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	3,9	3,2	3,3	3,4	3,2	3,2	3,6	3,5	2,8
Popyt krajowy (% r/r)	3,7	3,5	4,1	4,5	3,3	2,9	4,8	4,2	4,0	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	8,4	11,5	12,4	6,0	3,5	0,4	4,4	9,6	1,7
Zapasy (pp)	0,0	0,2	-0,9	-0,8	0,2	0,0	3,4	1,4	-5,7	1,1
Eksport netto (pp)	0,0	0,5	-0,8	-1,1	0,3	0,4	-1,2	0,6	3,2	-1,3
Produkcja przemysłowa^ (% r/r)	2,6	4,7	4,6	1,6	2,2	1,8	1,1	2,1	3,3	2,9
Produkcja budowlana^ (% r/r)	-8,1	4,6	1,6	2,6	1,8	-0,9	-7,7	0,2	0,9	3,5
Sprzedaż detaliczna^ (realnie, % r/r)	6,1	3,5	3,8	1,6	1,9	2,8	3,2	3,9	3,6	2,4
Nominalny PKB (mld PLN)	949,8	987,4	1040,2	1195,9	1012,7	1049,4	3670	3913	4173	4422
Rynek pracy										
Stopa bezrobocia rejestrowanego ‡(%)	6,1	5,8	5,9	5,8	6,1	5,7	5,1	5,7	5,8	5,7
Zatrudnienie – przedsiębiorstwa (% r/r)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,4	-0,3	-0,4	-0,8	-0,8	-0,3
Place – przedsiębiorstwa (% r/r)	6,3	5,7	6,5	5,8	5,3	5,5	11,2	8,0	6,0	5,2
Ceny^										
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	3,0	3,4	4,0	3,6	3,2	3,6	3,6	3,2	2,8
Inflacja bazowa (% r/r)	2,6	3,0	3,3	3,6	3,5	3,2	4,3	3,3	3,1	3,1
15% średnia obcięta (% r/r)	2,5	3,0	x	x	x	x	x	x	x	x
Inflacja PPI (% r/r)	-1,1	2,1	3,1	2,8	1,5	-1,7	-6,7	-1,6	1,7	-1,1
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	5,6	5,5	5,5	5,5	6,5	6,5	3,9
Kredyty, ogółem (mld PLN)	1564,4	1619,1	1640,0	1665,4	1700,8	1736,4	1499,6	1575,2	1665,4	1781,3
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	2653,5	2676,8	2731,7	2804,8	2266,0	2474,0	2676,8	2827,5
Depozyty, ogółem (% r/r)	8,6	9,9	9,9	8,2	7,2	5,4	9,7	9,2	8,2	5,6
Bilans płatniczy										
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-1,0	-1,5	-1,8	-2,1	-2,1	0,3	-0,9	-1,8	-1,8
Saldo handlowe (% PKB)	-1,3	-1,4	-1,7	-1,9	-1,9	-2,0	-0,7	-1,5	-1,9	-1,5
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,2	1,3	1,5	2,2	2,1	1,9	1,1	1,3	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	3,50	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	1,16	1,15	1,17	Ostatnie tygodnie przyniosły nieco lepsze od konsensusu dane makro z USA, przy jednocześnie słabszych odczytach ze strefy euro. W połączeniu z ponowną eskalacją napięć na Bliskim Wschodzie oraz wzrostem awersji do ryzyka na rynkach akcji powinno to sprzyjać napływowi kapitału do USD. Zakładamy też, że wpływ globalnego umocnienia jena, które w ostatnich tygodniach ciążyło dolarowi (JPY ma ok. 14% udział w koszyku indeksu dolara DXY) może krótkoterminowo osłabnąć lub się odwrócić. W efekcie oczekujemy w krótkim terminie niższego kursu EURUSD i podtrzymujemy prognozę 1,15 na koniec 3q26.
EURPLN	4,31	4,27	4,28	Wzrost PKB Polski o 3,9% r/r w 2q26 potwierdził dobrą kondycję krajowej gospodarki, wspierając popyt na polskie aktywa. Utrzymanie stopy referencyjnej NBP na poziomie 3,75% oraz odsunięcie perspektywy obniżek stóp powinny sprzyjać złotemu poprzez utrzymanie korzystnego carry. Skalę aprecjacji PLN ograniczać będą jednak oczekiwania dotyczące dalszego zacieśnienia polityki EBC, zmniejszającego przewagę stóp procentowych Polski względem strefy euro, a także utrzymująca się wysoka premia geopolityczna i podwyższone ceny surowców energetycznych.
Rentowność obligacji 5Y PLN	5,67%	5,15%	4,65%	W najbliższych miesiącach zakładamy stopniowe obniżanie się rentowności 5-letnich obligacji skarbowych. Krajowy rynek długu powinny wspierać wygasające oczekiwania na podwyżki stóp procentowych NBP, możliwy spadek rentowności na rynkach bazowych oraz deeskalacja napięć geopolitycznych. Skalę umocnienia obligacji będą jednak ograniczać wysoka podaż papierów skarbowych, znaczne potrzeby pożyczkowe sektora publicznego oraz utrzymująca się premia 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](#)

 @PKO_Research

 Centrum
Analiz

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.