

Główne gospodarki w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
USA				
- realny PKB (%)	2,1	2,2	2,1	Wzrost PKB w 2q26 wyhamował do 2,2% q/q saar z 2,5% q/q saar w 1q26 (dane zrewidowane w górę względem poprzedniego szacunku m.in. za sprawą wyższych inwestycji i konsumpcji). Konsumpcja prywatna pozostaje odporna, mimo przedłużającego się spadku realnych dochodów, co jest rekompensowane obniżeniem stopy oszczędności. Inwestycje są podbijane głównie przez nakłady na AI. W kolejnych kwartałach oczekujemy dynamiki PKB na poziomie ok. 2% q/q saar. Inflacja pozostaje wysoka, podbijana m.in. przez szok naftowy i cła, a w jej bazowych składowych widać uporczywość presji cenowej. Przy braku narastania szoku paliwowego oczekujemy jednak spadku inflacji w najbliższych kwartałach. Rynek pracy pozostaje blisko stanu pełnego zatrudnienia, ale nie generuje presji inflacyjnej.
- inflacja CPI (%)	2,7	3,4	2,4	
Strefa euro				
- realny PKB (%)	1,4	1,0	1,3	Mimo szoku naftowego gospodarka strefy euro nadal pozytywnie zaskakuje – wzrost PKB w 2q26 wyniósł 1,2% r/r wobec 0,6% r/r w 1q26. Ożywienie wynika z inwestycji infrastrukturalnych, zbrojeniowych i powiązanych z AI oraz odbicia popytu eksportowego, przy stagnacji lub spadkach w większości pozostałych segmentów. W kolejnych kwartałach oczekujemy kontynuacji tych tendencji, choć nie przełoży się to na przyspieszenie dynamiki PKB. Inflacja HICP we wrześniu wzrosła do 3,8% r/r (najwyżej od 2023) za sprawą droższej energii, przy ograniczonym przełożeniu szoku naftowego na pozostałe ceny. Inflacja w 2h27 powinna wrócić do celu.
- inflacja HICP (%)	2,1	3,0	2,5	
Chiny				
- realny PKB (%)	5,0	4,6	4,4	Chińska gospodarka pozostaje pod presją słabego popytu krajowego i szoku naftowego. Wzrost PKB w 2q26 spowolnił do 4,3% r/r z 5,0% r/r w 1q26. Napływające dane potwierdzają siłę zorientowanych na eksport sektorów wysokich technologii oraz słabość reszty gospodarki. Oczekujemy stopniowego spowolnienia wzrostu PKB do 4,4% w 2027. Władze sygnalizują potrzebę wdrożenia programów stymulacyjnych, choć na razie brakuje szczegółów. Po kilku miesiącach wzrostów inflacja ustabilizowała się (w sierpniu inflacja CPI wyniosła 0,8% r/r, a PPI 3,8% r/r).
- inflacja CPI (%)	0,1	1,0	1,1	

Polska w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
Sfera realna*				
- realny PKB (%)	3,8	3,5	2,8	Coroczna rewizja podbiła wzrost PKB w 2025 o 0,2pp do 3,8%. Po solidnym wzroście w 2q26 nasz nowcast PKB w 3q26 wskazuje na niewielkie hamowanie, do 3,4% r/r, za sprawą efektów bazy statystycznej. W kolejnych kwartałach wzrost powinny wspierać inwestycje, które w 2h26 osiągną dwucyfrowe dynamiki, ale w 2027 wyraźnie wyhamują wraz z wygasaniem projektów finansowanych z KPO. Popyt inwestycyjny pozostanie wysoki dzięki transformacji energetycznej, wydatkom obronnym oraz nakładom na cyfryzację i automatyzację firm. Konsumpcja powinna rosnąć w tempie zbliżonym do 3% r/r, a wpływ słabszej dynamiki realnych dochodów częściowo zneutralizuje niewielki spadek stopy oszczędności. Przy braku eskalacji gospodarka powinna pozostać odporna na zawirowania na Bliskim Wschodzie.
Procesy inflacyjne				
- inflacja CPI (%)	3,6	3,1	3,4	Inflacja wzrosła we wrześniu do 4,0% r/r, głównie za sprawą cen paliw (+36,1% r/r). Deflacja żywnościowa utrzymuje się, choć oczekujemy stopniowego wzrostu cen w tej kategorii. Inflacja bazowa we wrześniu najpewniej spadła, co jest kolejnym dowodem braku istotnych efektów drugiej rundy. Ponowne wprowadzenie CPN w 4q26 obniży inflację o ok. 0,6–0,7pp i pozwoli jej kształtować się poniżej 4% r/r do końca roku. Prawdopodobne wygaszenie programu od 2027 sprawi jednak, że inflacja będzie wolniej zbiegać do celu i w 2h27 nie spadnie tak silnie, jak wcześniej zakładaliśmy. Nadal oczekujemy jedynie ograniczonych podwyżek taryf na energię elektryczną i gaz w 2027. Źródłem niepewności pozostają ceny energii, decyzje administracyjne (taryfy, CPN) i skala efektów drugiej rundy.
Agregaty monetarne				
- kredyty/depozyty (%)	5,0/9,2	5,7/8,2	7,0/5,6	Akcja kredytowa przyspiesza, w szczególności w segmencie gospodarstw domowych, nieco wolniej w segmencie przedsiębiorstw. Dynamika depozytów wykazuje odporność – rosła szybciej i może hamować wolniej niż wcześniej zakładaliśmy.
Równowaga zewnętrzna				
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	–0,9	–1,7	–1,6	Bilans płatniczy nie zareagował istotnie na szok energetyczny. Oczekujemy utrzymania deficytu obrotów bieżących poniżej 2% PKB. Dynamiki eksportu i importu są i powinny być podbijane m.in. przez handel towarami związanymi z AI.
Polityka fiskalna				
- saldo fiskalne (% PKB)	–7,3	–7,1	–7,1	Oczekujemy, zgodnie z projektem budżetu na 2027, że deficyt sektora GG pozostanie powyżej 7% PKB w 2026–2027, przy ryzyku odchyłonym w górę. Sytuacja fiskalna pozostaje napięta, a rząd nie przedstawił wiarygodnego planu konsolidacji. Dług będzie nadal rósł, zwiększając ryzyko przekroczenia progu ostrożnościowego w 2027.
Polityka pieniężna				
- stopa referencyjna NBP (%)	4,00	3,75	3,00	Obecnie RPP deklaruje gotowość do podniesienia stóp w razie pogorszenia perspektyw inflacyjnych, ale pozostaje ostrożna. Wbrew oczekiwaniom rynkowym nie widzimy potrzeby podwyżek stop. Jednocześnie przy normalizacji sytuacji na Bliskim Wschodzie w 2027 może się pojawić przestrzeń do obniżek.

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Fed, MFW, PKO Bank Polski. *prognoza w trakcie rewizji ze względu na coroczny proces rewizji danych historycznych przez GUS.

Region CEE w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
Czechy				
- realny PKB (%)	2,7	2,3	2,5	Wzrost PKB w 2q26 został ponownie zrewidowany w dół o 0,1pp i wyniósł 1,8% r/r, spowalniając z 2,1% r/r w 1q26. Wstępny szacunek wskazywał na wzrost o 2,0% r/r, zaś prognoza banku centralnego była jeszcze wyższa i wynosiła 2,2% r/r. Głównymi motorami wzrostu w ujęciu r/r były konsumpcja prywatna (1,2pp), konsumpcja publiczna (0,3pp) i inwestycje (1,9pp), natomiast zmiana zapasów wyraźnie spowalniała wzrost (-1,3pp). Pomimo negatywnego zaskoczenia w danych za 2q26 oczekujemy wzrostu PKB w całym 2026 o 2,3%. Inflacja we wrześniu wzrosła do 2,5% r/r z 1,9% r/r w sierpniu, była nieco wyższa od oczekiwań (kons.: 2,4% r/r) i najwyższa od kwietnia. Za wzrost inflacji odpowiadają głównie wyższe ceny energii (5,9% r/r wobec 2,3% r/r miesiąc wcześniej oraz hamowanie deflacji cen żywności i napojów bezalkoholowych (-3,5% r/r wobec -4,3% r/r w sierpniu). W efekcie inflacja cen dóbr przyspieszyła do 1,2% r/r z 0,2% r/r, zaś inflacja usługowa do 4,6% r/ z 4,5% r/r. We wrześniu wzrosły również niemal wszystkie miary inflacji bazowej (według definicji CSO), wobec czego spodziewamy się wzrostu inflacji bazowej publikowanej przez CNB (w sierpniu wyniosła 3,0% r/r). W kolejnych miesiącach inflacja wciąż będzie znajdować się wyraźnie powyżej celu, co będzie zwiększać ryzyko kolejnych podwyżek stóp procentowych CNB. W scenariuszu bazowym zakładamy jednak stabilizację stóp w najbliższych kwartałach 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 wyniósł 1,7% r/r, tyle samo co w 1q26. Jego motorem pozostała konsumpcja, przy ujemnym wkładzie ze strony inwestycji i eksportu netto. 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, w skutek czego w całym 2026 PKB powinien zwiększyć się o 1,8%. Inflacja CPI we wrześniu wzrosła do 1,6% r/r z 1,3% r/r w sierpniu, a za jej przyspieszenie odpowiadają przede wszystkim ceny paliw (6,9% r/r wobec 1,3% r/r miesiąc wcześniej). Nieznacznie wyhamowała deflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych (do -4,6% r/r z -4,8% r/r). Inflacja usługowa nieco spowolniła, do 4,9% r/r z 5,0% r/r w sierpniu. Inflacja bazowa obniżyła się do 1,9% r/r z 2,0% r/r. Do końca roku inflacja CPI powinna utrzymać się poniżej 2,0% r/r, jednak w przyszłym roku może wzrosnąć. Zakładamy, że do końca tego roku MNB nie zmieni stóp procentowych, natomiast w 2027 pojawi się przestrzeń do wyraźnego złagodzenia polityki pieniężnej. Bank poinformował również, że od 2028 obniży cel inflacyjny do 2,5% (z dopuszczalnym przedziałem odchyłań od celu ± 1pp jak dotychczas) z 3,0% obowiązujących obecnie. Decyzja stanowi krok w kierunku przyjęcia euro przez Węgry na początku kolejnej dekady.
- 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 -0,2% r/r z -1,2% r/r w 1q26. Po stronie popytowej dodatni wkład do dynamiki PKB miały inwestycje (4,3pp) oraz eksport netto (0,3pp), natomiast ujemnie oddziaływały konsumpcja (-2,2pp) oraz zmiana zapasów (-2,6pp). 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 wzrostu cen związanego ze zmianami regulacyjnymi, natomiast wsparciem dla inwestycji jest wykorzystanie funduszy unijnych. W ujęciu odsezonowanym PKB w 2q26 obniżył się o 1,9% r/r i nie zmienił się względem 1q26 (0,0% q/q). Pomimo możliwego ożywienia wzrostu pod koniec 2026, zakładamy że cały rok zamknie się spadkiem PKB o 0,6%. Inflacja CPI w sierpniu obniżyła się do 6,2% r/r z 8,2% r/r w lipcu. Spadek inflacji w ujęciu rocznym wynika przede wszystkim z efektu bazy statystycznej związanej z ubiegłorocznym wzrostem cen energii elektrycznej po ich odmrożeniu. Dezinflacja w kolejnych miesiącach spowolni, a inflacja do końca roku będzie kształtować się blisko 6% r/r. W związku z podwyższoną niepewnością zakładamy, że do końca roku NBR nie zmieni stóp, a w przyszłym roku, wraz z wyraźnym spadkiem inflacji CPI i wzrostem stopy realnej zdecyduje się na wznowienie łagodzenia polityki pieniężnej.
- inflacja CPI (%)	7,3	8,0	4,4	

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

Monitor banków centralnych regionu CEE

Wybrane wypowiedzi [^]	
Czechy - CNB	„Jeśli płace w sektorze publicznym rosną o 9%, jest to klasyczna presja inflacyjna, a jeśli się ona utrzyma, bank centralny prawdopodobnie będzie musiał zainterweniować.” Wiceprezesa E.Zamrazilová (27.09.2026, cnb.cz)
Węgry - MNB	„Jeśli chodzi o podejście oparte na danych, daje ono Radzie możliwość podjęcia w kolejnych miesiącach decyzji, czy utrzymać stopy procentowe bez zmian, czy je obniżyć.” Prezes M. Varga (22.09.2026, Bloomberg)
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	3,75-4,00	+25pb (wrzesień 2026)	28-paź	4,00-4,25	4,00-4,25	3,75-4,00	Fed we wrześniu jednogłośnie podwyższył stopy procentowe wskazując na mocny trend inflacyjny, odporną gospodarkę i niekorzystną sytuację geopolityczną. Oczekujemy, że FOMC podniesie stopy ponownie przed końcem roku (być może już w październiku), po czym wstrzyma się z dalszymi ruchami (wbrew oczekiwaniom rynkowym wyceniającym podwyżkę o 25pb w grudniu, a następnie dwie kolejne w ciągu 2027). Według nas inflacja w 2027 będzie stopniowo spadać, co przy normalizacji geopolitycznej, może umożliwić obniżkę stóp na koniec 2027.
Japonia							
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	1,25	+25pb (wrzesień 2026)	30-paź	1,50	1,50	1,75	We wrześniu BoJ zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy procentowe o 25pb i podtrzymał jastrzębie nastawienie oraz zasygnalizował konieczność dalszych podwyżek. Do następnej podwyżki może dojść już na najbliższym posiedzeniu lub kolejnym (w grudniu). Argumentami są wracająca do celu, dotychczas była niska inflacja (w październiku BoJ może oficjalnie wskazać na trwałą realizację celu), ożywienie gospodarcze i presja cenowa związana z Bliskim Wschodem.
Strefa euro							
Stopa refinansowa*	2,65	+25pb (wrzesień 2026)	29-paź	2,90	2,90	2,40	Ze względu na silny wzrost inflacji przy jednoczesnej odporności gospodarki EBC zdecydował się na podwyżki stóp. Zakładamy, że do kolejnej, ostatniej podwyżki w tym cyklu może dojść już w październiku, choć wyceny rynkowe wskazują na zmianę stóp dopiero w grudniu 2026 i potem prawie dwie kolejne podwyżki o 25pb w 2027. Według nas tak silne zacieśnienie monetarne nie jest konieczne biorąc pod uwagę ograniczone przenoszenie szoku energetycznego na inne ceny oraz brak popytowej presji cenowej (poza nakładami związanymi z AI).
Stopa depozytowa	2,50			2,75	2,75	2,25	
Wielka Brytania							
Stopa bazowa	3,75	−25pb (grudzień 2025)	5-lis	3,75	3,75	3,75	Oczekiwany wzrost inflacji w kolejnych miesiącach i obawa przed wystąpieniem efektów drugiej rundy (mimo dotychczasowego ich braku) może skłonić BoE do podwyżek stóp, choć wg nas scenariuszem bazowym pozostaje stabilizacja. Wyceny rynkowe wskazujące na wzrost stóp do ok. 4,75% na koniec 2027 uważamy za zbyt agresywne. Wycofujemy się z prognozy obniżek w 2027.
Szwajcaria							
Stopa bazowa	0,00	−25pb (czerwiec 2025)	10-gru	0,00	0,00	0,00	SNB ma niezmiennie niewielką zachętę do zmiany stóp procentowych, dlatego najpewniej utrzyma je na aktualnym poziomie. Inflacja w Szwajcarii pozostaje bardzo niska (choć podbijana przez importowaną energię), a silny CHF jest czynnikiem zacieśniającym warunki monetarne.
Szwecja							
Stopa bazowa	1,75	−25pb (wrzesień 2025)	4-lis	1,75	1,75	2,00	Riksbank we wrześniu utrzymał stopy bez zmian, wskazując na niską inflację (choć oczekiwany jest jej wzrost) i silniejszy od oczekiwań wzrost gospodarczy. Bank podniósł oczekiwaną ścieżkę stóp (do ok. 2,50% na koniec 2027) i zasygnalizował możliwość podwyżki jeszcze w tym roku. My oczekujemy podwyżek stóp w mniejszej skali (tylko jednej o 25pb), w 2027.
Norwegia							
Stopa bazowa	4,50	+25pb (wrzesień 2026)	5-lis	4,50	4,50	4,00	Norges Bank we wrześniu znowu podwyższył stopy wskazując na obawy inflacyjne związane z szokiem energetycznym. W najbliższych kwartałach stopy powinny pozostać bez zmian, a pod koniec 2027 może pojawić się przestrzeń do ostrożnych obniżek. Ewentualne podwyżki stóp, w przypadku eskalacji sytuacji geopolitycznej, nie są wykluczone.
Czechy							
Stopa refinansowa	3,75	+25pb (czerwiec 2026)	5-lis	3,75	3,75	3,50	Po czerwcowej podwyżce stóp CNB przyjął wyciekującą postawę, a na wrześniowym posiedzeniu utrzymał stopy bez zmian. Wzrost inflacji zwiększa ryzyko wznowienia podwyżek, jednak w bazowym scenariuszu zakładamy ich stabilizację w kolejnych kwartałach oraz obniżkę na koniec przyszłego roku.
Węgry							
Stopa bazowa	5,50	−25pb (sierpień 2026)	9-lis	5,50	5,50	4,25	We wrześniu Bank Węgier utrzymał stopy na niezmienionym poziomie wskazując, że choć inflacja CPI znajduje się poniżej celu, to globalna niepewność wymaga ostrożności. Zakładamy, że do końca roku MNB nie zmieni stóp procentowych, natomiast w 2027 pojawi się przestrzeń do wyraźnego złagodzenia polityki.
Rumunia							
Stopa bazowa	6,50	-25pb (sierpień 2024)	12-lis	6,50	6,50	5,50	Podwyższona niepewność, przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie oraz dotkliwa susza skłaniają NBR do ostrożnego podejścia. Inflacja zaczęła spadać, do czego przyczyniają się czynniki statystyczne. Zakładamy, że wznowienie obniżek stóp będzie możliwe dopiero w 2027, po wyraźnym spadku inflacji CPI.
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 rynkowych. Proces deflacji 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	„Najbardziej prawdopodobny scenariusz w polityce pieniężnej jest taki, że stopy procentowe zostaną przez jeden lub dwa kwartały niezmienione, przy czym później, po I kw. 2027 r., bardziej widzę możliwość obniżki stóp niż podwyżki. W perspektywie dwóch kwartałów dostrzegam zaniedbywalne ryzyko podwyżek i jest to najmniej prawdopodobny scenariusz. Stabilne stopy do końca I kw. 2027 r. to wg mnie scenariusz z ok. 90 proc. prawdopodobieństwem. (...) Natomiast, jeżeli sytuacja pogorszy się w drugą stronę, mocniej niż obecnie będzie wpływać na ceny paliw i zwiększy się zagrożenie efektu drugiej rundy i rozłania inflacji na całą gospodarkę, to wtedy trzeba będzie oczywiście stopy podnosić.” (15.09.2026, PAP Biznes)
A.Głapiński	2,9	„Utrzymując się ryzyka dla kształtowania się inflacji w średnim okresie, dlatego jeśli ryzyka dla inflacji będą narastać, Rada jest gotowa do działania. Upoważniła mnie do oświadczenia, że Rada jest gotowa do działania, jeśli jakiegokolwiek niepokojące sygnały by się pojawiły. (...) Na pewno w listopadzie też jeszcze nie będzie (powodów do niepokoju - PAP).” (8.10.2026, PAP Biznes)
M.Zarzecki	2,9	„Podtrzymuję jednak ocenę, którą formułowałem już w czerwcu: bilans ryzyk wskazuje na większe prawdopodobieństwo podwyżki stóp niż obniżki w horyzoncie I kwartału 2027 r. Jest to ocena warunkowa, zależna w dużej mierze od tego, czy zrealizuje się scenariusz dalszej eskalacji na Bliskim Wschodzie i kolejnego skoku cen surowców. (...) Dlaczego nie podwyżka teraz? Bo duża część pogorszenia ścieżki CPI wynika z szoku energetycznego, a Rada nie powinna mechanicznie reagować na pierwszy efekt szoku podażowego.” (15.09.2026, 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	„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 punktowego celu 2,5 proc. i pozostanie tam na trwałe.” (3.09.2026, Bloomberg)
H.Wnorowski	2,8	„Musimy obserwować, na ile program obniżek cen paliw okaże się skuteczny, a więc czy w październiku CPI powróci do przedziału odchylen. Natomiast w mojej ocenie nawet powrót do przedziału nie oznacza, że podwyżka stóp nie będzie rozważana, w aktualnej dynamicznej rzeczywistości potrzeba większej pryncypialności ze strony Rady”. (12.10.2026, PAP Biznes)
W.Janczyk	2,8	„Chociaż polityka pieniężna w Polsce jest obecnie wystarczająco restrykcyjna, istnieje ryzyko podwyżki stóp procentowych, choć nie jest jasne, czy i kiedy mogłoby to nastąpić. (...) Wiele zależy od sytuacji na Bliskim Wschodzie, cen ropy i gazu oraz ewentualnych środków ochronnych ze strony rządu.” (18.09.2026, Bloomberg za PAP Biznes)
P.Litwiniuk	2,3	„Na podstawie obecnie dostępnych danych uważam, że istnieje duże prawdopodobieństwo utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie do końca roku.” (11.10.2026, Reuters, tłumaczenie własne)
L.Kotecki	2,2	„Rada postanowiła poczekać na listopadową projekcję i na dziś widzę dwa scenariusze. Jeżeli projekcja pokaże, że inflacja wraca w pobliże 2,5 proc. w IV kw. 2027 albo na początku 2028, to wtedy Rada może powinna się jeszcze powstrzymać i nie powinna reagować już w listopadzie. Natomiast jeżeli nie wraca, to nie ma żadnego dylematu – konieczny będzie wniosek o podwyżkę stóp o 25 pb., by pokazać, że pilnujemy inflacji i działamy, że jak będzie trzeba, Rada będzie reagować na dłużej trwające odchylenie CPI od celu” (9.10.2026, PAP Biznes)

*Uszeregowanie 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	11-paź	11-lis	11-gru	11-sty	11-lut	11-mar	11-kwi	11-maj	11-cze	11-lip
WIBOR 3M/FRA†	3,88	3,99	4,11	4,24	4,39	4,51	4,63	4,67	4,72	4,79
Implikowana zmiana (pb)		0,11	0,23	0,36	0,51	0,63	0,75	0,79	0,84	0,91
Posiedzenie RPP	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^		3,86	3,98	4,11	4,26	4,38	4,50	4,54	4,59	4,66

† 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	3,4	3,2	2,8	2,5	3,2	3,8	3,5	2,8
Popyt krajowy (% r/r)	3,7	3,5	3,4	4,2	3,3	3,0	4,8	4,6	3,7	2,6
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,3	2,8	2,9	2,7	2,8	3,0	2,9	4,0	2,9	3,0
Nakłady brutto na śr. trwałe (% r/r)	2,4	8,4	11,5	12,4	6,0	3,5	0,4	4,9	9,6	1,7
Zapasy (pp)	0,0	0,2	-0,9	-0,8	0,3	0,1	3,4	1,4	-5,7	1,1
Eksport netto (pp)	0,0	0,5	0,1	-0,9	-0,4	-0,4	-1,2	0,6	3,2	-1,3
Produkcja przemysłowa^ (% r/r)	2,6	4,7	4,3	2,2	2,2	3,6	1,1	2,1	3,4	3,2
Produkcja budowlana^ (% r/r)	-8,1	4,6	3,0	4,0	4,7	2,1	-7,7	0,2	1,7	2,8
Sprzedaż detaliczna^ (realnie, % r/r)	6,1	3,5	4,0	1,4	2,1	3,3	3,2	3,9	3,6	2,8
Nominalny PKB (mld PLN)	949,8	987,4	1037,9	1186,0	1016,5	1044,4	3670	3915	4161	4407
Rynek pracy										
Stopa bezrobocia rejestrowanego ‡(%)	6,1	5,8	5,8	5,8	6,1	5,6	5,1	5,7	5,8	5,7
Zatrudnienie – przedsiębiorstwa (% r/r)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,5	-0,3	-0,4	-0,8	-0,8	-0,3
Place – przedsiębiorstwa (% r/r)	6,3	5,7	6,1	5,5	5,1	5,3	11,2	8,0	5,9	5,2
Ceny^										
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	3,0	3,5	3,6	4,0	3,6	3,6	3,6	3,1	3,4
Inflacja bazowa (% r/r)	2,6	3,0	3,2	3,4	3,3	3,1	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	4,6	6,5	5,4	1,9	-6,7	-1,6	3,0	1,2
Agregaty monetarne‡										
Podaż pieniądza, M3 (mld PLN)	2804,4	2890,8	2935,0	3025,1	3088,6	3150,0	2479,8	2737,9	3025,1	3280,4
Podaż pieniądza, M3 (% r/r)	11,5	11,8	11,1	10,5	10,1	9,0	9,3	10,4	10,5	8,4
Realna podaż pieniądza, M3 (% r/r)	8,9	8,6	7,3	6,6	5,9	5,2	5,5	6,5	7,2	4,9
Kredyty, ogółem (mld PLN)	1564,4	1619,1	1644,9	1668,5	1704,4	1740,8	1499,6	1575,2	1668,5	1784,4
Kredyty, ogółem (% r/r)	3,2	5,3	5,9	5,9	8,9	7,5	5,0	5,0	5,9	6,9
Depozyty, ogółem (mld PLN)	2547,3	2662,1	2661,5	2682,1	2738,3	2813,0	2266,0	2474,0	2682,1	2832,6
Depozyty, ogółem (% r/r)	8,6	9,9	10,2	8,4	7,5	5,7	9,7	9,2	8,4	5,6
Bilans płatniczy										
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,7	-1,1	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0	0,3	-0,9	-1,7	-1,6
Saldo handlowe (% PKB)	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-0,7	-1,5	-1,8	-1,6
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,2	1,3	1,5	2,3	2,1	1,9	1,1	1,3	2,3	2,0
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB)	-7,1	-7,1	-7,0	-7,1	-7,4	-7,2	-6,4	-7,3	-7,1	-7,1
Dług publiczny (% PKB)	61,6	64,5	64,9	66,3	67,5	68,9	54,8	59,7	66,3	71,4
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	3,85	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 4q26	Prognoza PKO na koniec 2027	Komentarz
EURUSD	1,12	1,15	1,15	Zakładamy, że do końca 2026 EURUSD wzrośnie do 1,15. Sprzyjać temu powinny deeskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i spadek cen ropy, ograniczające presję inflacyjną oraz skalę wycenianych podwyżek stóp Fed. Uważamy, że po ostatnim silnym umocnieniu dolara znaczna część korzystnych dla niego informacji została już zdyskontowana, co zwiększa przestrzeń do korekty. Ryzykiem pozostają obawy o finanse publiczne Francji, które ciążyły euro na przełomie września i października br. Ich złagodzeniu sprzyjałyby postępy w pracach nad budżetem na 2027 oraz utrzymanie ratingów Francji przez Moody's i S&P podczas przeglądów zaplanowanych odpowiednio na 23 października i 27 listopada.
EURPLN	4,39	4,34	4,36	Do końca 2026 oczekujemy spadku EURPLN do 4,34 i częściowego odwrócenia wrześniowej przeceny PLN. Zakładana przez nas stopniowa deeskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i spadek cen ropy powinny poprawiać krajowe terms of trade i sentyment do walut rynków wschodzących. Przy mocnych fundamentach polskiej gospodarki powinno to sprzyjać umiarkowanemu umocnieniu złotego. W 2027 oczekujemy stopniowej deprecjacji PLN, szczególnie w 2H27, wraz z zawężaniem spreadu stóp NBP–EBC, słabnącą przewagą wzrostową Polski oraz utrzymującymi się ryzykami fiskalnymi.
Rentowność obligacji 5Y PLN	5,89%	5,70%	3,85%	W perspektywie najbliższych miesięcy oczekujemy stopniowego spadku rentowności 5-letnich obligacji skarbowych. Za takim scenariuszem przemawiają słabnące oczekiwania na podwyżki stóp procentowych NBP, potencjalne obniżenie rentowności na rynkach bazowych oraz złagodzenie napięć geopolitycznych. Przestrzeń do wzrostu cen krajowych obligacji pozostanie jednak ograniczona ze względu na dużą podaż długu skarbowego, 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	3,76	3,81	3,81	3,56	3,31	3,06	2,81	2,81
WIBOR 3M	3,85	3,85	3,82	3,73	3,39	3,22	3,05	2,81	2,81
WIBOR 6M	3,90	3,91	3,80	3,58	3,33	3,15	2,94	2,81	2,81
WIBOR 12M	3,87	3,87	3,55	3,30	3,00	2,88	2,83	2,79	2,91
WIBID 1M	3,58	3,56	3,61	3,61	3,36	3,11	2,86	2,61	2,61
WIBID 3M	3,65	3,65	3,62	3,53	3,19	3,02	2,85	2,61	2,61
WIBID 6M	3,70	3,71	3,60	3,38	3,13	2,95	2,74	2,61	2,61
WIBID 12M	3,67	3,67	3,35	3,10	2,80	2,68	2,63	2,59	2,71
Główna stopa Fed	3,75	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	3,00	2,50
SOFR USD 1M	3,63	3,75	4,15	4,15	4,15	4,15	3,90	2,90	2,40
SOFR USD 3M	3,63	3,68	4,19	4,19	4,19	4,19	3,92	2,90	2,40
SOFR USD 6M	3,67	3,68	4,21	4,21	4,21	4,08	3,81	2,91	2,41
St. depozytowa EBC	2,25	2,50	2,75	2,75	2,75	2,50	2,25	2,00	2,00
St. refinansowa EBC^	2,40	2,65	2,90	2,90	2,90	2,65	2,40	2,15	2,15
EURIBOR 1M	2,20	2,50	2,67	2,67	2,67	2,42	2,17	1,92	1,92
EURIBOR 3M	2,32	2,62	2,82	2,82	2,82	2,56	2,30	2,05	2,05
EURIBOR 6M	2,57	3,07	2,87	2,87	2,75	2,49	2,23	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	-0,04	-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	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,20	0,45
Kursy walutowe:									
EURPLN	4,30	4,37	4,34	4,35	4,37	4,38	4,36	4,28	4,28
USDPLN	3,77	3,84	3,77	3,82	3,87	3,84	3,79	3,66	3,72
CHFPLN	4,66	4,62	4,52	4,48	4,46	4,47	4,49	4,51	4,46
GBPPLN	4,99	5,10	5,06	5,11	5,18	5,15	5,08	4,98	5,02
EURUSD	1,14	1,14	1,15	1,14	1,13	1,14	1,15	1,17	1,15
EURCHF	0,92	0,95	0,96	0,97	0,98	0,98	0,97	0,95	0,96
GBPUSD	1,32	1,33	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34	1,36	1,35

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.