Makro Nawigator

Analizy Makroekonomiczne / Analizy Rynkowe

10 listopada 2026

Bank Polski

Główne gospodarki w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
USA				Wzrost PKB w 3q26 przyspieszył do 3,4% q/q saar z 2,2% q/q saar w 2q26, potwierdzając dobrą kondycję gospodarki. Głównym motorem wzrostu pozostają inwestycje, szczególnie w infrastrukturę AI, wspierane przez wciąż solidny popyt konsumpcyjny. Pogarszająca się sytuacja finansowa gospodarstw domowych staje się jednak czynnikiem ryzyka dla konsumpcji w kolejnych kwartałach. W krótkim horyzoncie rośnie natomiast prawdopodobieństwo wzrostu gospodarczego powyżej oczekiwań. Inflacja pozostaje podwyższona, podsycana przez szok naftowy, a uporczywość presji cenowej widoczna jest również w kategoriach bazowych. Przy stabilizacji cen paliw oczekujemy stopniowego spadku inflacji w kolejnych kwartałach. Rynek pracy pozostaje blisko stanu pełnego zatrudnienia, ale nie generuje presji inflacyjnej.
- realny PKB (%)	2,3	2,2	2,1	
- inflacja CPI (%)	2,7	3,4	2,4	
Strefa euro				Gospodarka strefy euro przyspiesza – w 3q26 wzrost PKB wyniósł 1,3% r/r wobec 1,2% r/r w 2q26. Dla całego 2026 utrzymujemy prognozę wzrostu o 1,0%, choć rośnie szansa na pozytywne zaskoczenie. Utrzymujący się wysoki impet w przemyśle i usługach, wskazany przez wskaźniki PMI pozytywnie rokuje dla wyników PKB za 4q26. Ożywienie napędzają inwestycje w infrastrukturę, sektor zbrojeniowy oraz rozwój technologii AI, a także odbicie popytu eksportowego. Inflacja HICP w październiku wzrosła do 4,0% r/r, głównie z powodu cen energii, których wzrost jak na razie nie rozlewa się istotnie na inne kategorie. Inflacja w 2h27 powinna wrócić do celu.
- realny PKB (%)	1,2	1,0	1,3	
- inflacja HICP (%)	2,1	3,0	2,5	
Chiny				Wzrost PKB w 3q26 przyspieszył do 4,5% r/r z 4,3% r/r w 2q26. Motorem pozostaje popyt zewnętrzny, napędzający produkcję eksportową, podczas gdy inwestycje pozostają słabe, a konsumpcja rośnie w umiarkowanym tempie. Oczekujemy utrzymania zbliżonej dynamiki PKB w 4q26, a następnie stopniowego spowolnienia gospodarki w 2027. Jednocześnie narasta presja kosztowa w cenach producentów, głównie po stronie energii i komponentów IT. Inflacja CPI pozostaje jednak niska, w październiku na poziomie 0,7% r/r, odzwierciedlając wciąż osłabiony popyt krajowy.
- realny PKB (%)	5,0	4,6	4,4	
- inflacja CPI (%)	0,1	1,0	1,1	

Polska w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
Sfera realna				Po silnym wzroście w 1h26 dynamika PKB w pozostałej części roku wyhamuje, głównie za sprawą efektów statystycznych, podczas gdy bieżący impet pozostaje wysoki. Nasz *nowcast* wskazuje na spowolnienie wzrostu PKB w 3q26 do 3,3% r/r z 4,1% r/r w 2q26. Przemysł i handel detaliczny utrzymują stabilne tempo wzrostu, aktywność w usługach nieznacznie osłabła, a produkcja budowlana spadła w ujęciu rocznym. W kolejnych kwartałach motorem wzrostu pozostaną inwestycje, choć ich dynamika w 2027 może wyhamować wraz z wygasaniem projektów finansowanych z KPO. Popyt inwestycyjny będą nadal wspierać transformacja energetyczna, wydatki obronne oraz nakłady na automatyzację pracy. Konsumpcja powinna rosnąć w tempie zbliżonym do 3% r/r. Polska gospodarka pozostaje odporna na zewnętrzne szoki.
- realny PKB (%)	3,8	3,6	2,8	
Procesy inflacyjne				Inflacja CPI w październiku spadła do 3,5% r/r z 4,1% r/r we wrześniu, głównie za sprawą przywrócenia programu CPN, który przyczynił się do spadku cen paliw o 9,7% m/m. Pozytywnie zaskoczyła również inflacja bazowa, która wg szacunków obniżyła się poniżej 3% r/r z 3,1% r/r we wrześniu. Do końca roku oczekujemy stabilizacji inflacji w pobliżu październikowego poziomu, a po przejściowym wzroście w 1q27, związanym z podwyżkami cen energii i zakończeniem programu CPN, jej stopniowego powrotu do celu. Odmienny scenariusz przedstawia NBP, którego nowa projekcja zakłada wzrost inflacji do 4,2% w 2027. Istotnym źródłem niepewności pozostają decyzje taryfowe, ścieżka cen paliw i działania ochronne prowadzone przez rząd. Ich ostateczny kształt będzie w dużej mierze determinował ścieżkę inflacji w 2027.
- inflacja CPI (%)	3,6	3,1	3,3	
Agregaty monetarne				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.
- kredyty/depozyty (%)	5,0/9,2	5,9/8,4	6,9/5,6	
Równowaga zewnętrzna				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.
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	–1,0	–1,8	–1,7	
Polityka fiskalna				Zgodnie z projektem budżetu na 2027, zakładamy, że deficyt sektora GG pozostanie powyżej 7% PKB w 2026-2027. Dane za 1h26 wskazują jednak, że możliwy jest wynik deficytu z „6" z przodu. Dług będzie nadal dynamicznie rósł, zwiększając ryzyko przekroczenia progu ostrożnościowego w 2027.
- saldo fiskalne (% PKB)	–7,2	–7,1	–7,1	
Polityka pieniężna				RPP zaostrzyła nastawienie, a nowa projekcja inflacji przemawia za podwyżkami stóp. Radę powstrzymują jednak bieżące dane, które nie uzasadniają zacieśniania polityki pieniężnej. Naszym zdaniem podwyżki nie są konieczne, a normalizacja sytuacji na Bliskim Wschodzie może otworzyć przestrzeń do obniżek pod koniec 2027.
- stopa referencyjna NBP (%)	4,00	3,75	3,00	

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Fed, MFW, PKO Bank Polski.

Region CEE w makro-pigułce

	2025	2026	2027	Komentarz
Czechy				Według wstępnego szacunku wzrost PKB w 3q26 zgodnie z oczekiwaniami spowolnił do 1,6% r/r z 1,8% r/r w 2q26. Umiarkowaną dynamikę PKB wspierały konsumpcja i handel zagraniczny, przy słabszej aktywności inwestycyjnej. Największy wkład do rocznej dynamiki gospodarki miały przemysł, handel i transport, ICT oraz usługi profesjonalne. Perspektywy wzrostu PKB w kolejnych kwartałach pozostają pozytywne, choć zależą głównie od czynników zewnętrznych, przede wszystkim od poprawy koniunktury w europejskiej motoryzacji. Oczekujemy, że wzrost gospodarczy w całym roku wyniesie 2,3%. Inflacja CPI w październiku niespodziewanie obniżyła się do 2,4% r/r z 2,5% r/r we wrześniu. Za spadek inflacji odpowiada m.in. pogłębienie deflacji cen żywności i napojów bezalkoholowych do –4,0% r/r z –3,5% r/r oraz, w mniejszym stopniu, spadek inflacji cen paliw (do 35,6% r/r z 37,5% r/r). Ceny dóbr wzrosły o 0,9% r/r (wobec 1,2% r/r miesiąc wcześniej), zaś ceny usług o 4,5% r/r (vs 4,6% r/r). Niemal wszystkie miary inflacji bazowej (według definicji CSO) obniżyły się, w związku z czym oczekujemy także spadku inflacji bazowej publikowanej przez CNB (we wrześniu wyniosła 3,1% r/r). W kolejnych kwartałach inflacja pozostanie powyżej celu banku centralnego, co będzie uzasadniało utrzymywanie restrykcyjnej polityki pieniężnej. W scenariuszu bazowym zakładamy, że listopadowa podwyżka stóp CNB była ostatnią przed dłuższym okresem stabilizacji, a koniec przyszłego roku mógłby przynieść przestrzeń do niewielkiego złagodzenia polityki pieniężnej, w miarę wygasania szoku inflacyjnego.
- realny PKB (%)	2,7	2,3	2,5	
- inflacja CPI (%)	2,5	2,1	3,1	
Węgry				Według wstępnych danych wzrost gospodarczy w 3q26 spowolnił do 1,5% r/r z 1,7% r/r w 2q26 i był niższy od oczekiwań. W ujęciu kwartalnym wzrost wyniósł zaledwie 0,1% (sa) po dwóch kwartałach wzrostu o 0,6%. W komentarzu do danych podkreślono, że głównym motorem wzrostu był przemysł przy wsparciu usług, zaś rolnictwo miało ujemny wkład do PKB (głównie z powodu dotkliwych susz). Zakładamy, że mimo rozczarowania w danych za 3q26, średnioroczny wzrost w 2026 wyniesie 1,8%. Inflacja CPI w październiku zgodnie z oczekiwaniami wzrosła do 2,0% r/r z 1,6% r/r we wrześniu, a za jej przyspieszenie odpowiada m.in. niższy niż miesiąc temu roczny spadek cen żywności i napojów (–4,1% r/r vs –4,6% r/r), a także przyspieszenie inflacji cen paliw do 11,3% r/r z 6,9% r/r. Inflacja bazowa wzrosła do 2,1% r/r z 1,9% r/r. Do końca roku inflacja powinna kształtować się w okolicach 2% r/r, jednak w 2027 może istotnie wzrosnąć. Zakładamy, że do końca tego roku MNB nie zmieni stóp procentowych, natomiast w 2027 pojawi się przestrzeń do wyraźnego złagodzenia polityki pieniężnej. Od 2028 na Węgrzech będzie obowiązywać niższy cel inflacyjny – 2,5% (z dopuszczalnym przedziałem odchyleń od celu ± 1pp, jak dotychczas).
- realny PKB (%)	0,4	1,8	2,3	
- inflacja CPI (%)	4,4	1,6	2,7	
Rumunia				Dynamika PKB w 2q26 była ujemna, jednak spadek wyhamował 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 we wrześniu przyspieszyła do 6,6% r/r z 6,2% r/r w sierpniu przewyższając nasze i rynkowe oczekiwania. Głównym źródłem przyspieszenia inflacji były ceny paliw (diesel +37,6% r/r, benzyna +28,4% r/r) oraz, w mniejszym stopniu, ceny żywności. Jednocześnie inflacja w usługach nieznacznie wyhamowała. Oczekujemy, że do końca roku inflacja będzie kształtować się powyżej 6% r/r. Zakładamy, że do końca 2026 NBR nie zmieni stóp, zaś w 2027, wraz z wyraźnym spadkiem inflacji CPI i wzrostem stopy realnej, zdecyduje się na wznowienie łagodzenia polityki pieniężnej.
- realny PKB (%)	0,7	–0,6	2,4	
- inflacja CPI (%)	7,3	8,4	4,7	

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

Monitor banków centralnych regionu CEE

	Wybrane wypowiedzi^
Czechy - CNB	**„Dyskusja dotyczyła tego, czy obecny poziom stóp procentowych jest wystarczający, czy też polityka pieniężna wymaga niewielkiego zacieśnienia. Chodziło wyłącznie o drobną korektę stopnia restrykcyjności. Nie rozpoczyna się nowy cykl podwyżek stóp procentowych". Prezes CNB A.Michl (5.11.2026, idnes.cz)**
Węgry - MNB	**„Dzięki konsekwentnej polityce pieniężnej MNB inflacja we wrześniu wyniosła 1,6%, co oznaczało umiarkowany wzrost cen zarówno na tle historycznym, jak i w porównaniu międzynarodowym. Jednak zewnętrzne ryzyka inflacyjne nadal uzasadniały prowadzenie ostrożnej i zdyscyplinowanej polityki pieniężnej". Prezes MNB M.Varga (10.10.2026, mnb.hu)**
Rumunia - NBR	**„Zmiana nastawienia w polityce pieniężnej została zasygnalizowana już w 2024, przed rozpoczęciem obecnego okresu stabilizacji stóp procentowych, który prawdopodobnie potrwa jeszcze kilka kwartałów, potencjalnie ustanawiając europejski rekord najdłuższego okresu stabilności polityki pieniężnej". Wiceprezes banku centralnego C.Marinescu (25.10.2026, cosmin-marinescu.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)	09-gru	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 po pauzie w październiku, FOMC podniesie stopy ponownie w grudniu, po czym wstrzyma się z dalszymi ruchami. Według nas inflacja w 2027 będzie stopniowo spadać, co przy normalizacji geopolitycznej, może umożliwić obniżkę stóp na koniec roku.
Japonia							
Stopa depozytowa dla salda nadwyżkowego	1,25	+25pb (wrzesień 2026)	18-gru	1,50	1,50	1,75	BoJ we wrześniu zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy o 25pb, a w październiku utrzymał je bez zmian, mimo rewizji prognozy inflacji w górę. Bank zachował jastrzębie nastawienie, sygnalizując potrzebę dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Kolejnej podwyżki oczekujemy w grudniu, czemu sprzyjają inflacja powyżej celu, ożywienie gospodarcze oraz presja cenowa związana z konfliktem na Bliskim Wschodzie.
Strefa euro							
Stopa refinansowa*	2,65	+25pb (wrzesień 2026)	17-gru	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 i ostatniej podwyżki dojdzie w grudniu br., a następną zmianą będą obniżki w 2h27. Wyceny rynkowe wskazują na jeszcze jedną podwyżkę o 25pb w 2027. Według nas do niej nie dojdzie, ze względu na 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	4,00	+25pb (listopad 2026)	17-gru	4,00	4,00	4,00	BoE w listopadzie podniósł stopy o 25pb (8-1, jeden głos za 50pb), reagując na wzrost prognozowanej inflacji, która ma osiągnąć szczyt 5% w połowie 2027. Bank nie przesądza o rozpoczęciu cyklu zacieśniania, ale dostrzega argumenty za kolejną podwyżką. Oczekujemy jeszcze jednej podwyżki w 1q27, a pod koniec 2027 rozpoczną się wg nas obniżki (jedno cięcie o 25pb w 4q27).
Szwajcaria							
Stopa bazowa	0,00	–25pb (czerwiec 2025)	10-gru	0,00	0,00	0,00	SNB nadal ma niewiele powodów do zmiany stóp procentowych, dlatego najpewniej utrzyma je na aktualnym poziomie. Inflacja w Szwajcarii pozostaje bardzo niska (choć jest podbijana przez importowaną energię), a silny CHF jest czynnikiem zacieśniającym warunki monetarne.
Szwecja							
Stopa bazowa	2,00	+25pb (listopad 2026)	16-gru	2,00	2,00	2,25	Riksbank podniósł w listopadzie stopy o 25pb, uzasadniając to ożywieniem gospodarczym oraz rosnącą presją kosztową. Bank podniósł również oczekiwaną ścieżkę stóp do ok. 2,50% na koniec 2027. My oczekujemy podwyżek stóp w mniejszej skali – tylko jednego ruchu o 25pb w 2027.
Norwegia							
Stopa bazowa	4,50	+25pb (wrzesień 2026)	17-gru	4,50	4,50	4,00	Po wrześniowej podwyżce Norges Bank utrzymał w listopadzie stopy procentowe bez zmian, zachowując jastrzębie nastawienie i gotowość do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. W najbliższych kwartałach oczekujemy stabilizacji stóp, przy utrzymującym się ryzyku kolejnej podwyżki. Przestrzeń do rozważenia obniżek może pojawić się dopiero pod koniec 2027.
Czechy							
Stopa refinansowa	4,00	+25pb (listopad 2026)	17-gru	4,00	4,00	3,75	W listopadzie CNB po raz drugi w tym roku podniósł stopy procentowe. Za decyzją przemawiała projekcja ze znacznie wyższą ścieżką inflacji (3,2% w 2027 vs 2,5% w poprzedniej projekcji). Prezes CNB powiedział, że podwyżka nie oznacza rozpoczęcia cyklu, a naszym zdaniem była ostatnią przed obniżkami na przełomie 2027/2028.
Węgry							
Stopa bazowa	5,50	–25pb (sierpień 2026)	17-lis	5,50	5,50	4,25	Bank Węgier utrzymuje stopy procentowe bez zmian od sierpnia, mimo inflacji pozostającej wyraźnie poniżej celu. Za ostrożnością i utrzymywaniem restrykcyjnego podejścia przemawia wzmożona niepewność geopolityczna i rynkowa. W 2027 oczekujemy wyraźnego złagodzenia polityki pieniężnej.
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	36,00	–100pb (październik 2026)	10-gru	35,00	35,00	30,00	Bank Turcji w październiku obniżył stopy o 100pb w reakcji na spadek inflacji i osłabienie popytu. Przy sprzyjającym otoczeniu zewnętrznym możliwa jest kolejna obniżka jeszcze w tym roku, choć nie można wykluczyć pauzy. W 2027 oczekujemy kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej.

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	**5,0**	**"Zdecydowanie stopy są obecnie za niskie. (...) Po pierwsze są zjawiska globalne. Po drugie niczego nie robimy po stronie polityki pieniężnej z tym, żeby one się nie rozhulały za bardzo w gospodarce i nie zaczęły przekładać na inne sektory, na inne typy produktów, usług." (06.11.2026, PAP Biznes)**
L.Kotecki‡	**3,7**	**"W grudniu nadal możemy nie znać wszystkich odpowiedzi. (...) Jeżeli nie będzie CPN i inflacja wyskoczy do poziomu znacznie ponad 4 proc., wtedy w styczniu Rada może chcieć podnosić stopy" (09.11.2026, PAP Biznes)**
M.Zarzecki‡	**3,3**	**"Prawdopodobieństwo podwyżki stóp na początku przyszłego roku znacznie wzrosło. Nie wykluczam również grudnia, ale chciałbym odnotować, że Rada rzadko decyduje się zmieniać stopy na ostatnim posiedzeniu w roku." (06.11.2026, Bloomberg za PAP Biznes)**
H.Wnorowski	**3,2**	**„[Rynek wycenia ok. 0,75 pkt proc. podwyżek w 2027 r.] Rynek się myli. (...) Nie jest to również projekcja, która sugeruje, że rozpoczynając podwyżki, powinniśmy je kontynuować. Absolutnie nie. Na razie co najwyżej możemy mówić o dostosowaniu w polityce pieniężnej." (9.11.2026, DGP)**
G.Masłowska	**3,1**	**„Jeżeli nie będzie reakcji i jeśli inflacja będzie nadal powyżej celu, a wg obecnych prognoz NBP CPI może przekroczyć w grudniu nawet 4 proc. - w takiej sytuacji nie można wykluczyć podwyżki stóp proc. jeszcze w tym roku, ale raczej wydłużyłabym okres wyczekiwania na taki ruch przynajmniej do grudnia, mielibyśmy wtedy więcej informacji. (...) Jeśli podnieślibyśmy pod koniec 2026 r. stopę procentową, to pozostanie ona na tym poziomie prawdopodobnie przez dwa-trzy kwartały w 2027 r." (14.10.2026, PAP Biznes)**
P.Litwiniuk‡	3,0	"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)
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)
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)
I.Dąbrowski	**2,6**	**„Przy tych danych, które są w tej chwili, nie widzę potrzeby podnoszenia stóp procentowych, przynajmniej na razie. (...) Obniżenie jest jeszcze mniej prawdopodobne niż podniesienie, także to jest najmniej w tej chwili prawdopodobny wariant. (...) Moim zdaniem rozgrywka między Iranem, Stanami Zjednoczonymi i Izraelem jest jeszcze przed nami. Tam jest w tej chwili zawieszenie broni, oczekiwanie co będzie się dalej działo. Moim zdaniem ta wojna się bardzo odmrozi po wyborach połówkowych albo zakończy, nie wiemy, co się stanie. I wtedy będziemy mogli coś dalej dopiero przewidywać" (16.10.2026, PAP Biznes)**
A.Glapiński	**2,6**	**"Nastawienie (RPP – PAP) oczywiście się wyraźnie zmienia (...), teraz nastawienie jest wyraźnie takie jastrzębie powiedziałbym. To znaczy boimy się, że trzeba będzie te stopy podwyższyć. (...) Czy to będzie jednorazowa podwyżka taka stabilizująca poziom stóp na właściwym poziomie (...), czy to będzie początek cyklu - tego ja nie wiem, i czy w ogóle to nastąpi" " (5.11.2026, 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 Makro Nawigatorze zostały wyróżnione pogrubioną czcionką.
‡ Członkowie RPP powołani do zarządu NBP w listopadzie 2026.

Stopy procentowe - prognozy PKO vs oczekiwania rynkowe

		1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M
Data	09-lis	09-gru	09-sty	09-lut	09-mar	09-kwi	09-maj	09-cze	09-lip	09-sie
WIBOR 3M/FRA†	3,90	3,97	4,05	4,18	4,27	4,33	4,38	4,41	4,45	4,48
Implikowana zmiana (pb)		0,07	0,15	0,28	0,37	0,43	0,48	0,51	0,55	0,58
Posiedzenie RPP	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^		3,82	3,90	4,03	4,12	4,18	4,23	4,26	4,30	4,33

† 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)	3,7	4,1	3,3	3,3	2,8	2,5	3,2	3,8	3,6	2,8
Popyt krajowy (% r/r)	3,7	3,7	3,3	4,3	3,3	3,0	4,8	4,6	3,8	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)	3,1	8,5	11,5	12,4	6,0	3,5	0,4	4,9	9,7	1,7
Zapasy (pp)	-0,2	0,0	-1,1	-0,7	0,3	0,1	1,1	0,2	-0,5	0,0
Eksport netto (pp)	0,2	0,5	0,1	-0,9	-0,4	-0,4	-1,3	-0,6	-0,1	0,3
Produkcja przemysłowa^ (% r/r)	2,6	4,7	4,5	2,3	2,2	3,6	1,1	2,1	3,5	3,1
Produkcja budowlana^ (% r/r)	-8,1	4,6	-2,1	-2,0	-2,1	-0,3	-7,7	0,2	-1,5	3,5
Sprzedaż detaliczna^ (realnie, % r/r)	6,1	3,5	3,7	2,6	2,2	3,4	3,2	3,9	3,9	2,5
Nominalny PKB (mld PLN)	949,2	988,5	1039,3	1187,3	1013,4	1041,6	3670	3915	4164	4404
Rynek pracy										
Stopa bezrobocia rejestrowanego ‡(%)	6,1	5,8	5,8	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	-0,5	-0,3	-0,4	-0,8	-0,8	-0,3
Płace – przedsiębiorstwa (% r/r)	6,3	5,7	6,1	5,1	4,9	5,3	11,2	8,0	5,8	5,1
Ceny^										
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	3,0	3,5	3,4	3,9	3,5	3,6	3,6	3,1	3,3
Inflacja bazowa (% r/r)	2,6	3,0	3,2	2,8	2,8	2,5	4,3	3,3	2,9	2,7
15% średnia obcięta (% r/r)	2,5	3,0	2,8	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	2973,1	3057,6	3121,6	3182,7	2479,8	2737,9	3057,6	3318,8
Podaż pieniądza, M3 (% r/r)	11,5	11,8	12,5	11,7	11,3	10,1	9,3	10,4	11,7	8,5
Realna podaż pieniądza, M3 (% r/r)	8,9	8,6	8,7	8,0	7,1	6,4	5,5	6,5	8,4	5,1
Kredyty, ogółem (mld PLN)	1564,4	1619,1	1671,9	1668,5	1704,4	1740,8	1499,6	1575,2	1668,5	1784,4
Kredyty, ogółem (% r/r)	3,2	5,3	7,7	5,9	8,9	7,5	5,0	5,0	5,9	6,9
Depozyty, ogółem (mld PLN)	2547,3	2662,1	2772,5	2682,1	2738,3	2813,0	2266,0	2474,0	2682,1	2832,6
Depozyty, ogółem (% r/r)	8,6	9,9	14,8	8,4	7,5	5,7	9,7	9,2	8,4	5,6
Bilans płatniczy										
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,8	-1,3	-1,5	-1,8	-2,0	-2,1	0,3	-1,0	-1,8	-1,7
Saldo handlowe (% PKB)	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-0,7	-1,5	-1,8	-1,6
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,3	1,6	1,8	2,5	2,3	1,9	1,3	1,4	2,5	2,0
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB)	-7,0	-6,7	-6,9	-7,1	-7,5	-7,5	-6,4	-7,2	-7,1	-7,1
Dług publiczny (% PKB)	61,5	64,5	64,9	66,3	67,5	68,9	54,8	59,6	66,3	71,4
Polityka pieniężna ‡										
Stopa referencyjna NBP (%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	5,75	4,00	3,75	3,00
Stopa lombardowa NBP (%)	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	6,25	4,50	4,25	3,50
Stopa depozytowa NBP (%)	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	5,25	3,50	3,25	2,50
WIBOR 3M^x^ (%)	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	5,84	3,99	3,85	3,08

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.
^x^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	1,13	1,15	Utrzymująca się podwyższona inflacja i dobre dane makroekonomiczne z USA podtrzymują oczekiwania na kolejne podwyżki stóp Fed, ograniczając potencjał osłabienia dolara. Z drugiej strony, zwycięstwo Demokratów w wyborach połówkowych może ograniczać skalę dalszej ekspansji fiskalnej w USA i osłabiać perspektywy wzrostu gospodarczego, sprzyjając korekcie wcześniejszego umocnienia USD. Euro może natomiast wspierać oczekiwana przez nas stopniowa deeskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, sprzyjająca przynajmniej stabilizacji cen energii. Dodatkowo, wobec znacznego nagromadzenia krótkich pozycji w euro, nawet umiarkowana poprawa sentymentu może wywołać wyraźniejsze odreagowanie kursu EURUSD. Zakładamy, że do końca 2026 kurs wzrośnie do 1,13.
EURPLN	4,39	4,36	4,36	Do końca 2026 oczekujemy spadku EURPLN do 4,36 i częściowego odwrócenia osłabienia złotego z ostatnich miesięcy. Zakładamy, że stopniowa deeskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz utrzymanie umiarkowanej presji na dolara po wyborach w USA będą sprzyjać odbiciu PLN, wspieranemu przez solidne fundamenty polskiej gospodarki i nieco bardziej jastrzębie nastawienie RPP. W porównaniu z wcześniejszym scenariuszem zakładamy jednak mniejszą skalę umocnienia złotego, uwzględniając przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie, nadal podwyższone ceny energii oraz wzrost globalnej awersji do ryzyka związany m.in. z przeceną spółek technologicznych i obawami o zaostrzenie regulacji dla sektora AI.
Rentowność obligacji 5Y PLN	5,63%	5,70%	3,85%	W najbliższych miesiącach spodziewamy się stopniowego obniżania rentowności 5-letnich obligacji skarbowych. Sprzyjać temu powinny wygasające oczekiwania na podwyżki stóp procentowych NBP, możliwy spadek rentowności na rynkach bazowych oraz zmniejszenie napięć geopolitycznych. Skalę wzrostu cen krajowych papierów będą jednak ograniczać znaczna podaż długu skarbowego, wysokie potrzeby pożyczkowe sektora publicznego oraz utrzymująca się premia za ryzyko fiskalne.

	3q26	4q26	1q27	2q27	3q27	4q27	2027	2028	długi termin*
Stopy procentowe:									
St. referencyjna NBP	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,00	3,00	2,75	2,75
WIBOR 1M	3,76	3,81	3,81	3,81	3,56	3,06	3,06	2,81	2,81
WIBOR 3M	3,85	3,85	3,85	3,85	3,33	3,08	3,08	2,82	2,82
WIBOR 6M	3,91	3,86	3,86	3,60	3,22	2,96	2,96	2,83	2,83
WIBOR 12M	3,87	4,63	4,25	3,14	2,99	2,88	2,88	2,79	2,82
WIBID 1M	3,56	3,61	3,61	3,61	3,36	2,86	2,86	2,61	2,61
WIBID 3M	3,65	3,65	3,65	3,65	3,13	2,88	2,88	2,62	2,62
WIBID 6M	3,71	3,66	3,66	3,40	3,02	2,76	2,76	2,63	2,63
WIBID 12M	3,67	4,43	4,05	2,94	2,79	2,68	2,68	2,59	2,62
Główna stopa Fed	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	3,00	2,50
SOFR USD 1M	3,75	4,15	4,15	4,15	4,15	3,90	3,90	2,90	2,40
SOFR USD 3M	3,68	4,19	4,19	4,19	4,19	3,92	3,92	2,90	2,40
SOFR USD 6M	3,68	4,21	4,21	4,21	4,08	3,81	3,81	2,91	2,41
St. depozytowa EBC	2,50	2,75	2,75	2,75	2,50	2,25	2,25	2,00	2,00
St. refinansowa EBC^	2,65	2,90	2,90	2,90	2,65	2,40	2,40	2,15	2,15
EURIBOR 1M	2,50	2,67	2,67	2,67	2,42	2,17	2,17	1,92	1,92
EURIBOR 3M	2,62	2,82	2,82	2,82	2,56	2,30	2,30	2,05	2,05
EURIBOR 6M	3,07	2,87	2,87	2,75	2,49	2,23	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	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,20	0,45
SARON CHF 3M	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,20	0,45
SARON CHF 6M	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,20	0,45
Kursy walutowe:									
EURPLN	4,37	4,36	4,35	4,37	4,38	4,36	4,36	4,28	4,26
USDPLN	3,84	3,86	3,85	3,87	3,84	3,79	3,79	3,66	3,64
CHFPLN	4,62	4,64	4,58	4,55	4,56	4,59	4,59	4,51	4,44
GBPPLN	5,10	5,17	5,16	5,18	5,15	5,08	5,08	4,98	4,99
EURUSD	1,14	1,13	1,13	1,13	1,14	1,15	1,15	1,17	1,17
EURCHF	0,95	0,94	0,95	0,96	0,96	0,95	0,95	0,95	0,96
GBPUSD	1,33	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34	1,36	1,37

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

Bank Polski | 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 któregokolwiek 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.