



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 2 / 2026



„Biuletyn Ekonomiczny” jest publikowany dwa tygodnie po każdym posiedzeniu Rady Prezesów EBC dotyczącym polityki pieniężnej (osiem wydań w roku). Narodowy Bank Polski – tak jak pozostałe banki centralne państw UE spoza strefy euro – zamieszcza tłumaczenia rozdziału przeglądowego z czterech wydań „Biuletynu Ekonomicznego” (z marca, czerwca, września i grudnia). Pełne wersje „Biuletynów Ekonomicznych” są dostępne w języku angielskim na stronie:

<http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/index.en.html>.

© Europejski Bank Centralny, 2026

Adres do korespondencji 60640 Frankfurt am Main, Niemcy
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Wszelkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystywanie materiałów zawartych w Biuletynie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.

W celu uzyskania szczegółowej terminologii prosimy o skorzystanie ze słownika pojęć EBC ([ECB glossary](#)) dostępnego wyłącznie w języku angielskim.

Dane statystyczne zamieszczone w Biuletynie – stan na 18 marca 2026

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-01-26-058-PL-N

Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna

Synteza

Na posiedzeniu w dniu 19 marca 2026 Rada Prezesów postanowiła pozostawić trzy podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Jest zdeterminowana w dążeniu do tego, by inflacja ustabilizowała się na docelowym poziomie 2% w średnim okresie. Wojna na Bliskim Wschodzie znacznie zwiększyła niepewność perspektyw oraz jest źródłem ryzyka wzrostu inflacji i ryzyka spadku wzrostu gospodarczego. Poprzez wyższe ceny energii będzie mieć istotny wpływ na inflację w krótkim okresie. Średniookresowe skutki tego konfliktu będą zależą od jego intensywności i czasu trwania oraz tego, jak ceny energii przełożą się na ceny konsumpcyjne i gospodarkę.

Rada Prezesów jest w dobrej sytuacji i może poradzić sobie z tą niepewnością. Inflacja pozostaje na poziomie zbliżonym do celu wynoszącego 2%, długookresowe oczekiwania inflacyjne są mocno zakotwiczone, a gospodarka w ostatnich kwartałach wykazała odporność. Informacje, które napłyną w nadchodzącym czasie, pomogą Radzie Prezesów ocenić, jak wojna wpłynie na perspektywy inflacji i odnośne czynniki ryzyka. Rada Prezesów uważnie monitoruje sytuację i w ramach swojego podejścia opartego na danych określi odpowiednią politykę pieniężną.

W projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z marca 2026 wyjątkowo uwzględniono informacje na dzień 11 marca – ta data graniczna jest późniejsza niż zazwyczaj. W scenariuszu bazowym przewiduje się, że inflacja ogółem wyniesie średnio 2,6% w 2026, 2,0% w 2027 i 2,1% w 2028. W porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2025 zrewidowano ją w górę, zwłaszcza na 2026, ponieważ ceny energii będą wyższe z powodu wojny na Bliskim Wschodzie. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności według projekcji ekspertów wyniesie średnio 2,3% w 2026, 2,2% w 2027 i 2,1% w 2028. Także jest powyżej ścieżki wyznaczonej w projekcjach z grudnia 2025, głównie dlatego że na tę miarę inflacji będą oddziaływać wyższe ceny energii. Ekspersi oceniają, że wzrost gospodarczy wyniesie średnio 0,9% w 2026, 1,3% w 2027 i 1,4% w 2028. To oznacza jego rewizję w dół, zwłaszcza na 2026, odzwierciedlającą globalny wpływ wojny na rynki surowców, dochody realne i poziom zaufania. Jednocześnie wzrostowi gospodarczemu nadal powinny sprzyjać: niskie bezrobocie, solidny stan bilansów sektora prywatnego oraz wydatki publiczne na obronność i infrastrukturę.

Ponadto w ramach dążenia Rady Prezesów określonego w strategii polityki pieniężnej, by przy podejmowaniu decyzji uwzględniać czynniki ryzyka i niepewność, eksperci w kilku alternatywnych scenariuszach ocenili, jak wojna

na Bliskim Wschodzie może się odbić na dynamice PKB i inflacji. Te poglądowe scenariusze przedstawiono w projekcjach z marca 2026, dostępnych na stronie internetowej EBC. Analiza scenariuszy pokazuje, że przedłużające się zakłócenia w dostawach ropy i gazu mogą spowodować, że inflacja będzie wyższa, a wzrost gospodarczy – niższy niż w projekcjach bazowych. Konsekwencje dla inflacji w średnim okresie zależą przede wszystkim od skali pośrednich i wtórnych skutków dotkliwszego i bardziej uporczywego szoku energetycznego.

Rada Prezesów będzie ustalać odpowiednie nastawienie polityki pieniężnej na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie. W szczególności decyzje Rady Prezesów dotyczące stóp procentowych będą uwzględniać jej ocenę perspektyw inflacji i odnośnych czynników ryzyka, w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, a także dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej. Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

Aktywność gospodarcza

Gospodarka w czwartym kwartale 2025 odnotowała wzrost o 0,2%, wynikający z umocnienia się popytu wewnętrznego. Zwiększyły się wydatki gospodarstw domowych, ponieważ wzrosły dochody realne, a bezrobocie pozostało blisko rekordowo niskiego poziomu. Poprawiła się sytuacja w sektorze budowlano-remontowym. Firmy więcej inwestowały, zwłaszcza w takich dziedzinach jak badania i rozwój, oprogramowanie oraz bazy danych. W przeciwieństwie do poprzednich dwóch kwartałów eksport netto nie wywierał już spadkowego wpływu na dynamikę PKB. Była ona podtrzymywana głównie przez usługi.

Eksperti nadal oceniają, że głównym czynnikiem pobudzającym wzrost w średnim okresie będzie spożycie prywatne. Inwestycje także powinny dalej rosnąć: rządy mają wydawać więcej na obronność i infrastrukturę, a przedsiębiorstwa – zwiększać inwestycje w nowe technologie cyfrowe. Warunki zewnętrzne pozostają trudne, m.in. w świetle zmienności polityki handlowej na świecie.

Wojna na Bliskim Wschodzie powoduje zakłócenia na rynkach surowców i odbija się na dochodach realnych i zaufaniu. W rezultacie eksperci w scenariuszu bazowym projekcji zrewidowali spożycie i inwestycje w dół, zwłaszcza na 2026. W projekcjach bazowych przewiduje się, że roczna dynamika realnego PKB wyniesie 0,9% w 2026, 1,3% w 2027 i 1,4% w 2028. W porównaniu z projekcjami z grudnia 2025 dynamika PKB na 2026 i 2027 została zrewidowana w dół, odpowiednio o 0,3 pkt proc. i 0,1 pkt proc., z powodu eskalacji wojny na Bliskim Wschodzie, natomiast na 2028 pozostała bez zmian. Skutki wojny są jeszcze wyraźniejsze w alternatywnych scenariuszach zakładających dotkliwszy i bardziej uporczywy szok energetyczny.

Scenariusz bazowy projekcji ekspertów opiera się na ścieżkach cen terminowych surowców energetycznych na dzień odpowiadający dacie granicznej 11 marca 2026. Na podstawie tych danych w scenariuszu bazowym przewiduje się wzrost inflacji, który stłumi siłę nabywczą, wydatki konsumpcyjne i – w efekcie – dynamikę PKB, zwłaszcza w krótkim okresie. Oczekuje się, że to spowolnienie będzie miało charakter przejściowy, o ile stosunkowo szybko obniżą się ceny energii – jak wynika z wycen na rynkach terminowych surowców energetycznych – i zmniejszy się niepewność. W średnim okresie motorem wzrostu gospodarczego w strefie euro powinien pozostać popyt wewnętrzny, wzmacniany przez odporny rynek pracy oraz wydatki publiczne na infrastrukturę i obronność, zwłaszcza w Niemczech. Jeśli chodzi o czynniki zewnętrzne, wprowadzie dynamika eksportu powinna wzrosnąć pod wpływem poprawy popytu zewnętrznego, ale strefa euro prawdopodobnie zanotuje dalszy spadek udziałów w rynkach światowych. Powodem tego spadku są utrzymujące się wyzwania w zakresie konkurencyjności, w tym pewne problemy o charakterze strukturalnym, mimo że cła na eksport do Stanów Zjednoczonych są nieco niższe niż w czasie opracowania projekcji z grudnia 2025.

Rada Prezesów podkreśliła, że należy pilnie wzmocnić gospodarkę strefy euro i jednocześnie utrzymać dobry stan finansów publicznych. Wszelkie działania fiskalne w reakcji na szok związany z cenami energii powinny być tymczasowe, ukierunkowane i dopasowane do sytuacji. Obecny kryzys energetyczny wyraźnie pokazuje, że należy dalej zmniejszać zależność od paliw kopalnych. Ukończenie budowy unii oszczędności i inwestycji jest niezbędne dla finansowania innowacji oraz wsparcia transformacji cyfrowej i ekologicznej. Cyfrowe euro i tokenizowany hurtowy pieniądź banku centralnego zwiększą autonomię strategiczną, konkurencyjność i integrację finansową Europy oraz będą sprzyjać innowacjom w płatnościach. Dlatego koniecznie należy szybko przyjąć rozporządzenie w sprawie ustanowienia cyfrowego euro. Dzięki uproszczeniu i harmonizacji przepisów w ramach jednolitego rynku UE europejskie firmy będą mogły się szybciej rozwijać.

Inflacja

Roczna inflacja w strefie euro (mierzona zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych – HICP) wzrosła z 1,7% w styczniu do 1,9% w lutym. Ceny energii były o 3,1% niższe niż w lutym poprzedniego roku – w styczniu 2026 były o 4,0% niższe niż rok wcześniej. Inflacja cen żywności obniżyła się do 2,5%. Z kolei inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności zwiększyła się z 2,2% w styczniu do 2,4% w lutym. Wynikało to ze wzrostu inflacji cen towarów z 0,4% do 0,7% oraz wzrostu inflacji cen usług z 3,2% do 3,4%.

Wskaźniki inflacji bazowej w ostatnich miesiącach nie zmieniły się istotnie i pozostają zgodne ze średniokresowym celem Rady Prezesów wynoszącym 2%. Zyski przedsiębiorstw w czwartym kwartale 2025 dalej się poprawiały, podczas gdy jednostkowe koszty pracy rosły w podobnym

tempie jak w poprzednim kwartale. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się do 3,7%, z 4,0% w trzecim kwartale. Z dynamiki płac negocjowanych i wskaźników prognostycznych – takich jak dane z narzędzia EBC do monitorowania płac oraz rezultaty badań ankietowych dotyczących oczekiwań płacowych – wynika, że presja związana z kosztami pracy w 2026 będzie się w dalszym ciągu osłabiać, co powinno sprzyjać powrotowi inflacji do docelowego poziomu.

Wzrost cen energii spowodowany wojną na Bliskim Wschodzie podbije inflację powyżej 2% w krótkim okresie. W szczególności przewiduje się, że inflacja w drugim kwartale 2026 gwałtownie wzrośnie do 3,1%, pod wpływem nagłego wzrostu inflacji cen energii wskutek wojny, a następnie w trzecim kwartale obniży się do 2,8% w następstwie spadku cen surowców energetycznych (wynikającego z cen terminowych). Według projekcji bazowych inflacja cen energii w 2027 będzie ujemna, głównie z powodu ujemnego efektu bazy w składowej „energia”, po czym wyraźnie się zwiększy w 2028, gdy wdrożenie unijnego systemu handlu uprawnieniami do emisji 2 (ETS2) wpłynie na wzrost inflacji ogółem o 0,2 pkt proc. Oczekuje się, że inflacja cen żywności od końca 2026 będzie rosła – w miarę jak presja kosztowa wynikająca ze skoku cen energii będzie oddziaływać na ceny konsumpcyjne żywności – a następnie w 2028 będzie się obniżać. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności (HICPX) ma się zmniejszyć z 2,4% w 2025 do 2,1% w 2028. Ocenia się, że choć presja kosztowa wynikająca z wyższych cen energii wpływa także na inflację HICPX, oddziaływanie to zostanie osłabione przez ustępowanie presji związanej z kosztami pracy, wcześniejszą aprecjacją euro i penetracją importu z Chin. W sumie inflacja HICP według projekcji bazowych wzrośnie z 2,1% w 2025 do 2,6% w 2026, po czym spadnie do 2,0% w 2027 i ponownie się zwiększy do 2,1% w 2028. Dynamika płac w nadchodzących latach będzie słabnąć, choć wolniej, niż to przewidywano w poprzednich projekcjach, wskutek kompensacji szokowych zmian cen energii. W porównaniu z projekcjami z grudnia 2025 perspektywy inflacji HICP ogółem na 2026 zostały zrewidowane w górę o 0,7 pkt proc., głównie ze względu na składową „energia”. Na 2027 zostały zrewidowane w górę o 0,2 pkt proc., a na 2028 – o 0,1 pkt proc., ponieważ presja kosztowa spowodowana wyższymi cenami energii oddziałuje na składowe „HICPX” i „żywność”, chociaż składową „energia” zrewidowano nieco w dół. Rewizje inflacji w górę są jeszcze wyraźniejsze w alternatywnych scenariuszach zakładających dotkliwszy i bardziej uporczywy szok energetyczny.

Jeśli wyższe ceny energii utrzymają się dłużej, mogą doprowadzić – przez pośrednie i wtórne oddziaływanie – do bardziej ogólnego wzrostu inflacji. Ta sytuacja wymaga uważnego monitorowania. Chociaż krótkookresowe oczekiwania inflacyjne na rynkach finansowych znacznie wzrosły, większość miar długookresowych oczekiwań inflacyjnych na razie wynosi około 2% i sprzyja ustabilizowaniu się inflacji na poziomie zbliżonym do celu Rady Prezesów.

Ocena ryzyka

W bilansie ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego przeważają czynniki spadkowe, zwłaszcza w krótkim okresie. Jednym ze źródeł ryzyka spadkowego dla gospodarki strefy euro jest wojna na Bliskim Wschodzie, która przyczynia się do zmienności polityki na świecie. Gdyby ta wojna się przedłużyła, mogłaby doprowadzić do większego i bardziej długotrwałego wzrostu cen energii, niż się obecnie przewiduje, oraz odbić się na zaufaniu. W rezultacie zmalałyby dochody, a firmy i gospodarstwa domowe byłyby bardziej niechętnie do inwestycji i wydatków. Spadek nastrojów na światowych rynkach finansowych może jeszcze zmniejszyć popyt. Dodatkowe napięcia w handlu międzynarodowym mogą zakłócić łańcuchy dostaw, ograniczyć eksport oraz osłabić spożycie i inwestycje. Poważnym źródłem niepewności pozostają inne napięcia geopolityczne, zwłaszcza związane z nieuzasadnioną wojną Rosji przeciwko Ukrainie. Natomiast wzrost gospodarczy może okazać się wyższy, jeśli gospodarcze konsekwencje wojny na Bliskim Wschodzie będą bardziej krótkotrwałe, niż się obecnie przewiduje. Ponadto czynnikami skutkującymi wzrostem silniejszym od przewidywanego mogą być: planowane wydatki na obronność i infrastrukturę, reformy służące zwiększeniu produktywności oraz wdrożenie nowych technologii w firmach ze strefy euro. Do pobudzenia wzrostu ponad obecne oczekiwania mogą się także przyczynić nowe umowy handlowe i pogłębienie integracji jednolitego rynku.

W bilansie ryzyka dla perspektyw inflacji przeważają czynniki wzrostowe, zwłaszcza w krótkim okresie. Przedłużająca się wojna na Bliskim Wschodzie mogłaby doprowadzić do większego i bardziej długotrwałego wzrostu cen energii, niż się obecnie przewiduje, oraz jeszcze podbić inflację w strefie euro. Gdyby w rezultacie zwiększyły się oczekiwania inflacyjne i dynamika płac, wzrost cen energii przełożył się na inflację z wyłączeniem cen energii w stopniu większym, niż założono w scenariuszu bazowym, a wojna w szerszym zakresie zakłóciła globalne łańcuchy dostaw, inflacja mogłaby się nasilić i stać bardziej uporczywa. Trwające napięcia handlowe mogą także skutkować większą fragmentacją globalnych łańcuchów dostaw, zmniejszeniem dostaw surowców krytycznych oraz zaostrożnym ograniczeniem mocy produkcyjnych w gospodarce strefy euro. Z kolei inflacja może okazać się niższa, jeśli gospodarcze konsekwencje wojny na Bliskim Wschodzie będą bardziej krótkotrwałe, a pośrednie i wtórne skutki – mniej wyraźne, niż się obecnie przewiduje. Inflacja byłaby również niższa, jeśli cła osłabiłyby popyt na eksport strefy euro bardziej, niż się przewiduje, i jeśli kraje z nadwyżką mocy produkcyjnych jeszcze zwiększyłyby swój eksport do strefy euro. Wzrost zmienności i niechęci do podejmowania ryzyka na rynkach finansowych może się odbić na popycie, a przez to skutkować także niższą inflacją.

Warunki finansowe i monetarne

Wojna na Bliskim Wschodzie ma poważny wpływ na światowe rynki finansowe. Od czasu ostatniego posiedzenia Rady Prezesów w sprawie polityki pieniężnej z 5 lutego 2026 warunki finansowania ogólnie się zaostrzyły. Na rynkach akcji nastąpiły spadki, a rynkowe stopy procentowe w strefie euro, zwłaszcza stopy krótkoterminowe, wyraźnie się zwiększyły.

W styczniu oprocentowanie kredytów bankowych dla firm oraz koszt emisji długu rynkowego pozostały na poziomie 3,6%, natomiast średnie oprocentowanie nowych kredytów hipotecznych wzrosło do 3,4%. Roczna dynamika kredytów bankowych dla firm zmniejszyła się z 3,0% w grudniu 2025 do 2,8% w styczniu 2026. Zostało to jednak zrównoważone przez większą emisję obligacji przedsiębiorstw, która w ujęciu rocznym wzrosła o 4,0%, w porównaniu z 3,5% w grudniu. Dynamika kredytów hipotecznych od grudnia się nie zmieniła i była równa 3,0%.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Stopy procentowe depozytu w banku centralnym, podstawowych operacji refinansujących i kredytu w banku centralnym pozostały na niezmiennych poziomach, odpowiednio: 2,00%, 2,15% i 2,40%.

Portfele programu skupu aktywów i nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii są zmniejszane w określonym i przewidywalnym tempie, ponieważ Eurosystem nie reinwestuje już spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych.

Podsumowanie

Na posiedzeniu w dniu 19 marca 2026 Rada Prezesów postanowiła pozostawić trzy podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Jest zdeterminowana w dążeniu do tego, by inflacja ustabilizowała się na docelowym poziomie 2% w średnim okresie. Rada Prezesów będzie ustalać odpowiednie nastawienie polityki pieniężnej na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie. Decyzje Rady Prezesów dotyczące stóp procentowych będą uwzględniać jej ocenę perspektyw inflacji i odnośnych czynników ryzyka, w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, a także dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej. Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

Niezależnie od sytuacji Rada Prezesów jest gotowa odpowiednio dostosowywać wszystkie instrumenty w ramach swojego mandatu, by doprowadzić do trwałego ustabilizowania się inflacji na średniookresowym docelowym poziomie i utrzymać płynną transmisję polityki pieniężnej.