



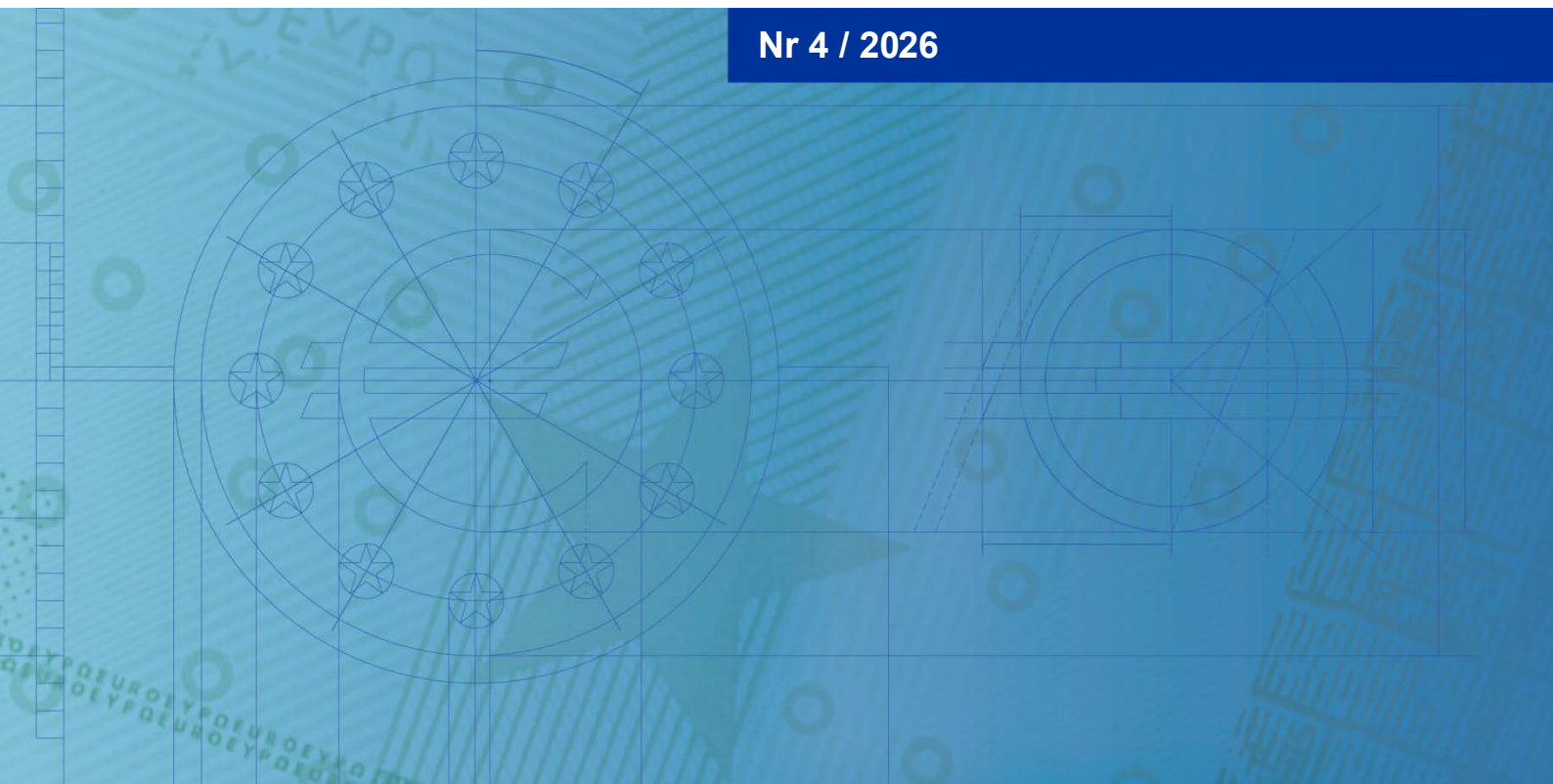
EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna. Synteza

Nr 4 / 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 syntezy 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](http://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 10 czerwca 2026

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-01-26-060-PL-N

# Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna

## Synteza

Rada Prezesów będzie kształtować politykę pieniężną tak, aby zapewnić stabilizację inflacji na docelowym poziomie 2% w średnim okresie. Zgodnie z tym zobowiązaniem na posiedzeniu w dniu 11 czerwca 2026 Rada postanowiła podnieść trzy podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Wojna na Bliskim Wschodzie wywołuje presję inflacyjną i decyzja o podwyższeniu stóp procentowych pozostaje zasadna w szeregu scenariuszy ilustrujących, jak ten szok może dalej przebiegać i wpływać na średniookresowe perspektywy strefy euro.

Według scenariusza bazowego projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z czerwca 2026 inflacja ogółem ma wynieść średnio 3,0% w 2026, 2,3% w 2027 oraz 2,0% w 2028. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności według scenariusza bazowego ma wynieść średnio 2,5% w 2026 i 2027 oraz 2,2% w 2028. W porównaniu z projekcjami z marca 2026 eksperci zrewidowali w górę projekcje bazowe na 2026 i 2027 z powodu wyższej ścieżki cen energii, która według oczekiwań ma, do pewnego stopnia, przełożyć się na inflację cen żywności, towarów i usług. W scenariuszu bazowym przewiduje się, że wzrost gospodarczy wyniesie średnio 0,8% w 2026, 1,2% w 2027 i 1,5% w 2028. Został zatem zrewidowany w dół na 2026 i 2027, co jest odzwierciedleniem wyraźniejszego wpływu wojny na rynki surowców, dochody realne i poziom zaufania.

Perspektywy pozostają niepewne. Istnieje ryzyko wzrostu inflacji i spadku wzrostu gospodarczego. Całkowity wpływ wojny na inflację i wzrost gospodarczy w średnim okresie będzie zależeć od intensywności i czasu trwania szoku związanego z cenami energii, a także skali jego pośrednich i wtórnych skutków. Ta niepewność odzwierciedla się również w szerokim zakresie wyników dla inflacji i wzrostu gospodarczego w zaktualizowanych scenariuszach poglądowych opracowanych przez ekspertów Eurosystemu, opublikowanych w ramach [projekcji z czerwca 2026](#) na stronie internetowej EBC.

Dzięki decyzji z 11 czerwca Rada Prezesów pozostaje w dobrej sytuacji i może poradzić sobie z niepewnością wywołaną przez wojnę. Będzie uważnie monitorować sytuację i 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

Z uwzględnieniem korekty o czynnik przejściowy w Irlandii gospodarka strefy euro w pierwszym kwartale 2026 odnotowała wzrost, do czego przyczyniły się popyt wewnętrzny i eksport. Niemniej wojna na Bliskim Wschodzie odbija się na aktywności, a badania ankietowe wskazują na spowolnienie, zwłaszcza w sektorze usług. Aktywność w przetwórstwie przemysłowym jak dotąd jest stabilna. Po części wynika to z tego, że firmy gromadzą zapasy, aby poradzić sobie z presją w łańcuchach dostaw. Jest to również odzwierciedleniem wyższych wydatków na obronność.

Rynek pracy nadal jest odporny. Bezrobocie, które w kwietniu 2026 wynosiło 6,3%, pozostaje blisko rekordowo niskiego poziomu. W pierwszym kwartale tworzono nowe miejsca pracy, ale w wolniejszym tempie niż w ostatnim kwartale 2025. Popyt na pracę jeszcze się osłabił, a firmy i gospodarstwa domowe spodziewają się pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

Na przyszłość eksperci obecnie oczekują, że popyt wewnętrzny będzie niższy, niż przewidywano w projekcjach z marca 2026, ponieważ wojna odbija się na zaufaniu, a wyższe koszty energii osłabiają dochody realne. Jednocześnie bilanse gospodarstw domowych są ogólnie solidne, a spożycie powinno pozostać głównym czynnikiem wzrostu. Wyższe koszty energii i niższy poziom zaufania odbijają się w krótkim okresie na inwestycjach prywatnych, które powinny być jednak wspierane przez inwestycje firm w nowe technologie cyfrowe. Inwestycje publiczne powinny być nadal podtrzymywane wyższymi wydatkami rządów na obronność i infrastrukturę. Te czynniki według oczekiwań mają do pewnego stopnia łagodzić negatywne skutki wojny.

Rada Prezesów podkreśliła, że należy pilnie wzmocnić gospodarkę strefy euro i jednocześnie utrzymać dobry stan finansów publicznych. Stabilność finansów publicznych jest ważnym filarem szerszej stabilności gospodarczej. Działania fiskalne w reakcji na szok związany z cenami energii powinny być tymczasowe, ukierunkowane i dopasowane, jak podkreśliła Komisja Europejska w wiosennym pakiecie europejskiego semestru 2026. Reformy służące zwiększeniu potencjału wzrostowego strefy euro i przyspieszeniu transformacji energetycznej w celu zmniejszenia zależności od paliw kopalnych są ważniejsze niż kiedykolwiek wcześniej. Ukończenie budowy unii oszczędności i inwestycji ma kluczowe znaczenie dla finansowania innowacji oraz wsparcia transformacji cyfrowej i ekologicznej, a także poprawy produktywności. Cyfrowe euro i tokenizowany hurtowy pieniądź banku centralnego zwiększą autonomię strategiczną, konkurencyjność i integrację finansową Europy oraz będą sprzyjać innowacjom w płatnościach. Dlatego konieczne 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

Inflacja wzrosła z 3,0% w kwietniu do 3,2% w maju 2026. Inflacja cen energii nieznacznie wzrosła do 10,9%, w porównaniu z 10,8% w kwietniu, natomiast inflacja cen żywności spadła z 2,4% do 2,0%. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności podniosła się do 2,5%, wobec 2,2% w kwietniu, przy czym inflacja cen towarów zwiększyła się do 0,9%, a inflacja cen usług wzrosła z 3,0% do 3,5%.

Wewnętrzna presja kosztowa osłabiła się w pierwszym kwartale 2026, do czego przyczynił się wolniejszy wzrost płac i zysków. Badania ankietowe dotyczące oczekiwań płacowych i narzędzie EBC do monitorowania płac nadal wskazują, że dynamika płac w trakcie roku powinna się zmniejszyć. Niemniej koszty innych nakładów ponoszone przez firmy rosną, więc przewidują one podniesienie swoich cen sprzedaży. Ponadto niektóre wskaźniki inflacji bazowej już wzrosły wskutek szoku energetycznego. Krótkookresowe oczekiwania inflacyjne pozostają znacznie powyżej poziomów sprzed wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie większość miar długookresowych oczekiwań inflacyjnych wynosi około 2%, co sprzyja ustabilizowaniu się inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie.

Wzrost cen energii sprawi, że inflacja jeszcze zwiększy się latem i pozostanie znacznie powyżej celu do pierwszej połowy 2027. Ten wzrost wpłynie także na inflację cen żywności, towarów i usług. Następnie w drugim półroczu 2027 inflacja powinna powrócić do docelowego poziomu, do czego mają przyczynić się spadek cen energii i spowolnienie wzrostu innych cen. Poważnym źródłem niepewności nadal jest jednak wojna na Bliskim Wschodzie. Im dłużej ceny energii pozostają wysokie, tym bardziej prawdopodobne jest, że doprowadzą one do wzrostu szerszej inflacji za sprawą pośrednich i wtórnych skutków. Rada Prezesów będzie zatem uważnie monitorować skalę i trwałość wzrostu cen energii oraz to, jak przekłada się on na kształtowanie się cen i płac, oczekiwania inflacyjne i ogólną dynamikę gospodarczą.

## Ocena ryzyka

W bilansie ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego przeważają czynniki spadkowe. Głównym powodem jest wojna na Bliskim Wschodzie, która przyczyniła się do zmienności polityki na świecie. Przedłużające się zakłócenia w dostawach energii mogłyby doprowadzić do większego i bardziej długotrwałego wzrostu cen energii, niż się obecnie przewiduje. W rezultacie dochody realne zmalałyby jeszcze mocniej, a firmy i gospodarstwa domowe byłyby bardziej niechętnie do inwestycji i wydatków. Osłabiające oddziaływanie na wzrost gospodarczy nasiliłoby się, gdyby zamknięcie głównych szlaków żeglugowych spowodowało dotkliwy niedobór kluczowych nakładów, który zmusiłby firmy ze strefy euro do ograniczenia produkcji. Spadek nastrojów na światowych rynkach finansowych

lub zacieśnienie podaży kredytów mogłyby zmniejszyć popyt. Dodatkowe napięcia w handlu międzynarodowym mogłyby także spowodować dalsze zakłócenia w łańcuchach dostaw, ograniczyć eksport oraz osłabić spożycie i inwestycje. Poważnym źródłem niepewności pozostają inne napięcia geopolityczne, zwłaszcza związane z nieuzasadnioną wojną Rosji przeciwko Ukrainie. Wzrost gospodarczy może natomiast okazać się wyższy, jeśli gospodarka i rynki energii przystosują się szybciej, niż oczekiwano, do zakłóceń spowodowanych przez wojnę na Bliskim Wschodzie lub jeśli ten konflikt zostanie rozwiązany szybko i trwale. 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 może się także przyczynić pogłębienie integracji jednolitego rynku.

W bilansie ryzyka dla perspektyw inflacji przeważają czynniki wzrostowe. Jeśli wzrost cen energii byłby większy i bardziej długotrwały, niż się obecnie przewiduje, inflacja w strefie euro jeszcze by się zwiększyła. Gdyby wyższe ceny energii przełożyły się na inne ceny i płace w większym stopniu, niż się oczekuje, gdyby długookresowe oczekiwania inflacyjne w rezultacie wzrosły lub gdyby globalne łańcuchy dostaw zostały zakłócone w szerszym stopniu, inflacja mogłaby się nasilić i stać bardziej uporczywa. Trwające napięcia handlowe mogą także skutkować większą fragmentacją globalnych łańcuchów dostaw, zmniejszeniem dostaw surowców krytycznych oraz większym ograniczeniem mocy produkcyjnych w gospodarce strefy euro. Ekstremalne zdarzenia pogodowe i – ogólnie – coraz bardziej widoczne przejawy kryzysu klimatycznego i przyrodniczego mogą skutkować większym, niż się przewiduje, wzrostem cen żywności. Inflacja może natomiast okazać się nieco niższa, jeśli gospodarcze skutki wojny na Bliskim Wschodzie będą bardziej krótkotrwałe, niż się obecnie oczekuje, lub jeśli pośrednie lub wtórne skutki będą mniej wyraźne, niż się przewiduje. Wzrost zmienności i niechęci do podejmowania ryzyka na rynkach finansowych mógłby odbić się na popycie, a przez to skutkować także niższą inflacją.

## Warunki finansowe i monetarne

Od czasu ostatniego posiedzenia Rady Prezesów w dniu 30 kwietnia 2026 warunki finansowe zasadniczo się nie zmieniły, ale pozostają bardziej zaostrzone niż przed wojną. Koszt emisji długu rynkowego wzrósł z 3,9% w marcu do 4,0% w kwietniu. Oprocentowanie kredytów bankowych dla firm pozostało w kwietniu na poziomie 3,6%, zaś oprocentowanie kredytów hipotecznych – na poziomie 3,4%.

Roczna dynamika kredytów bankowych dla firm zwiększyła się z 3,2% w marcu do 3,4% w kwietniu, podczas gdy dynamika emisji obligacji przedsiębiorstw wzrosła do 4,6%. Dynamika kredytów hipotecznych w kwietniu ponownie wyniosła 3,0%.

Rada Prezesów, zgodnie ze swoją strategią polityki pieniężnej, gruntownie oceniła powiązania między polityką pieniężną a stabilnością finansową. Banki w strefie euro są odporne dzięki solidnym współczynnikom kapitałowym i płynnościowym, dobrej jakości aktywów i wysokiej rentowności. Niemniej nagły, ostry spadek cen aktywów, potencjalnie wzmocniony przez niebankowy sektor finansowy i pogorszenie jakości aktywów, zwłaszcza w sektorach wrażliwych na energię i zmienność handlu, stworzyłby zagrożenia dla stabilności finansowej. Te zagrożenia nasilają się wraz z przedłużaniem się obecnych konfliktów geopolitycznych. Pierwszą linią obrony przed narastaniem podatności na ryzyko finansowe pozostaje polityka makroostrożnościowa, która przyczynia się do zwiększenia odporności i ochrony przestrzeni makroostrożnościowej.

## Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Rada Prezesów na posiedzeniu w dniu 11 czerwca 2026 postanowiła podnieść trzy podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. W związku z tym stopy procentowe depozytu w banku centralnym, podstawowych operacji refinansujących i kredytu w banku centralnym zostały podwyższone, odpowiednio, do 2,25%, 2,40% i 2,65%, ze skutkiem od 17 czerwca 2026.

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

Rada Prezesów będzie kształtować politykę pieniężną tak, aby zapewnić stabilizację inflacji 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.