



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

Biuletyn Ekonomiczny

Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 6 / 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 9 września 2026

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-01-26-061-PL-N

Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna

Synteza

Rada Prezesów na posiedzeniu w dniu 10 września 2026 postanowiła podnieść trzy podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Konflikt na Bliskim Wschodzie nadal generuje presję inflacyjną, a inflacja najprawdopodobniej będzie kształtować się znacznie powyżej celu przez dłuższy czas. Decyzja by podnieść stopy procentowe podkreśla zobowiązanie Rady Prezesów do kształtowania polityki pieniężnej tak, aby zapewnić stabilizację inflacji na poziomie celu średniookresowego w wysokości 2%.

Według scenariusza bazowego projekcji makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z września 2026 inflacja HICP ma wynieść średnio 3,0% w 2026, 2,5% w 2027 oraz 2,1% w 2028. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności według scenariusza bazowego ma wynieść 2,5% w 2026, 2,6% w 2027 i 2,3% w 2028. W porównaniu z projekcją makroekonomiczną ekspertów Eurosystemu z czerwca 2026 dla strefy euro projekcja bazowa inflacji na 2026 nie uległa zmianie, a na 2027 i 2028 została zrewidowana w górę. Projekcja bazowa wzrostu gospodarczego wynosi 0,9% na 2026, 1,4% na 2027 i 1,5% na 2028. Jest to rewizja w górę zarówno na 2026, jak i na 2027, głównie ze względu na większą niż oczekiwano odporność gospodarki strefy euro.

Perspektywy pozostają bardzo niepewne. Istnieje ryzyko wzrostu inflacji i obniżenia wzrostu gospodarczego. W odniesieniu do szoku energetycznego zaktualizowane scenariusze opracowane przez ekspertów pokazują szeroki zakres wyników co do kształtowania się wzrostu gospodarczego i inflacji przy różnych założeniach dotyczących intensywności i czasu trwania tego szoku, a także jego skutków pośrednich i efektów drugiej rundy. Scenariusze te zamieszczono na stronie internetowej EBC jako część projekcji z września 2026.

Dzięki decyzji z 10 września Rada Prezesów nadal może sprawnie działać w warunkach niepewności wywołanej konfliktem na Bliskim Wschodzie. Na każdym posiedzeniu z osobna będzie ustalać na podstawie dostępnych danych, jakie nastawienie polityki pieniężnej jest właściwe. W szczególności decyzje Rady Prezesów w sprawie stóp procentowych będą się opierać na jej ocenie perspektyw inflacji i związanego z nimi ryzyka, formułowanej w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, a także na ocenie dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej. Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

Aktywność gospodarcza

Gospodarka okazała się odporna w drugim kwartale 2026, mimo negatywnego wpływu szoku energetycznego. Wzrost gospodarczy był powszechny, obejmując wiele krajów i sektorów. Taki charakter wzrostu prawdopodobnie utrzymał się w trzecim kwartale. Nadal dobrze funkcjonuje przetwórstwo przemysłowe, do czego przyczyniają się wyższe wydatki rządów na obronność i infrastrukturę. Zaufanie konsumentów podniosło się z niskiego poziomu, co pomaga sektorowi usług odrabiać straty po początkowym szoku energetycznym. Wzmoczoną aktywność związaną ze sztuczną inteligencją widać w usługach cyfrowych, inwestycjach przedsiębiorstw i eksporcie.

Rynek pracy pozostawał w dobrej kondycji, a stopa bezrobocia w lipcu uległa zmianie i wyniosła 6,4%. Zatrudnienie i zasób siły roboczej rosną coraz wolniej, natomiast wydajność pracy stopniowo się zwiększa.

Jeśli chodzi o przyszłość, krótkookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego poprawiły się w porównaniu z projekcją z czerwca 2026, głównie za sprawą odporności spożycia prywatnego i wydatków publicznych. W średnim okresie spożyciu powinny sprzyjać spadające ceny energii i dobra sytuacja na rynku pracy. Wzrost gospodarczy będzie w coraz większym stopniu podtrzymywany przez inwestycje przedsiębiorstw i inwestycje mieszkaniowe. Wzrost eksportu powinien skorzystać na rosnącym popycie zagranicznym, ale hamują go wyzwania w zakresie konkurencyjności i niepewność co do globalnej polityki handlowej.

Podniesienie tempa wzrostu potencjalnego wymaga reform strukturalnych i musi się opierać na dobrym stanie finansów publicznych. Kluczowymi elementami są uproszczenie i harmonizacja przepisów w ramach jednolitego rynku UE, przyspieszenie transformacji energetycznej oraz ukończenie budowy unii oszczędności i inwestycji. W związku z tym, że proces uzgadniania ram prawnych cyfrowego euro wchodzi w końcowy etap, Rada Prezesów ponownie podkreśliła znaczenie możliwie najszybszego osiągnięcia porozumienia w sprawie pakietu dotyczącego jednej waluty. Działania fiskalne w reakcji na szok energetyczny powinny być tymczasowe, ukierunkowane i dopasowane do sytuacji.

Inflacja

Inflacja wzrosła z 2,9% w lipcu do 3,3% sierpnia 2026. Inflacja cen energii w tym samym okresie wzrosła z 10,3% do 14,3%. Wzrost ten prawdopodobnie wynika głównie z dużego wpływu marż rafineryjnych na paliwa ciekłe, a także z wyższych cen surowców energetycznych. Inflacja cen energii żywności nie uległa zmianie, pozostając na poziomie 1,2%. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności nieznacznie spadła do 2,4%, wobec 2,5% w lipcu, przy czym inflacja cen towarów zwiększyła się z 0,9% do 1,2%, a inflacja cen usług spadła z 3,3% do 3,0%.

Większość miar inflacji bazowej w lipcu zasadniczo się nie zmieniła. Płace na tym etapie nie reagują w istotny sposób na szok energetyczny. Wynagrodzenie na pracownika rośnie w drugim kwartale w tempie 3,3% rocznie, wobec 3,5% w pierwszym kwartale. Do ograniczenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy przyczynił się też wzrost wydajności pracy; dynamika ta spowolniła do 2,6%, wobec 3,5% w pierwszym kwartale. Jednocześnie dynamika zysków na jednostkę produkcji wzrosła z 0,3% do 2,2%. Jeśli chodzi o przyszłość, narzędzie EBC do śledzenia płac przewiduje niewielkie przyspieszenie dynamiki płac negocjowanych w pierwszej połowie 2027, do 2,7%. Krótkookresowe oczekiwania inflacyjne utrzymują się na podwyższonym poziomie, ale większość miar długookresowych oczekiwań inflacyjnych wynosi około 2%, co sprzyja ustabilizowaniu się inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie.

Konflikt na Bliskim Wschodzie i ostatnie wydarzenia w nieuzasadnionej wojnie prowadzonej przez Rosję przeciwko Ukrainie jeszcze bardziej podniosły ścieżkę cen energii. Wskutek tego inflacja HICP prawdopodobnie będzie kształtować się znacznie powyżej celu do pierwszej połowy 2027. Potem inflacja cen energii powinna spaść poniżej zera do połowy 2028, co zmniejszy inflację HICP. Wyższe ceny energii mają według oczekiwań stopniowo przekładać się na inflację bazową i inflację cen żywności. Do nieco wyższej inflacji bazowej powinny się też przyczynić lepsze perspektywy gospodarcze; inflacja ta ma według oczekiwań rosnąć do początku 2027 i utrzymywać się na podwyższonym poziomie przez resztę roku, a następnie słabnąć w 2028. Ogólnie rzecz biorąc, spodziewany jest powrót inflacji HICP do poziomu zbliżonego do celu pod koniec 2027, do czego przyczynią się skutki wyższych stóp procentowych. Rada Prezesów będzie nadal 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

Ryzyko dla perspektyw wzrostu gospodarczego leży po stronie wolniejszego wzrostu. Wynika to w szczególności z konfliktu na Bliskim Wschodzie i z przebiegu nieuzasadnionej wojny prowadzonej przez Rosję przeciwko Ukrainie. Ponowne zakłócenia w dostawach energii mogłyby sprawić, że ceny energii wzrosną bardziej i na dłużej, niż się obecnie przewiduje. To odbiłoby się na dochodach realnych, wydatkach i inwestycjach. Pogorszenie nastrojów na światowych rynkach finansowych lub przenoszenie się zaburzeń na światowych rynkach obligacji mogłyby zaostrzyć warunki kredytowe, a tym samym zmniejszyć popyt. Ponowne nasilenie napięć handlowych między największymi gospodarkami mogłyby też spowodować dalsze zakłócenia w łańcuchach dostaw, ograniczyć eksport oraz osłabić spożycie i inwestycje. Wzrost gospodarczy może natomiast okazać się wyższy, jeśli gospodarka i rynki energii przystosują się do zakłóceń wywołanych przez trwające konflikty szybciej, niż się oczekuje, lub jeśli konflikty te zostaną trwale rozwiązane.

Ponadto wdrażanie nowych technologii przez firmy ze strefy euro, wydatki na obronność i infrastrukturę, a także reformy służące zwiększeniu produktywności i ukończeniu budowy jednolitego rynku UE mogą podnieść wzrost gospodarczy bardziej, niż się oczekuje.

Ryzyko dla perspektyw inflacji leży po stronie wyższej inflacji. Wynika to w szczególności z konfliktu na Bliskim Wschodzie i z przebiegu nieuzasadnionej wojny Rosji przeciwko Ukrainie. Szok energetyczny może jeszcze się nasilić, a jego wpływ na inne ceny i płace może być mocniejszy, niż się obecnie oczekuje. W szczególności ceny gazu mogą wzrosnąć w razie dalszych zakłóceń w dostawach lub wyjątkowo mroźnej zimy przy jednocześnie niskim poziomie zapasów. Im dłużej utrzymają się wysokie ceny energii, tym większe prawdopodobieństwo, że doprowadzą one do wzrostu szerszej inflacji za sprawą skutków pośrednich i efektów drugiej rundy. Ponownie nasilające się napięcia handlowe mogą skutkować większą fragmentacją globalnych łańcuchów dostaw, zmniejszeniem dostaw surowców krytycznych oraz większym ograniczeniem mocy produkcyjnych w gospodarce strefy euro. Anomalie pogodowe, które może dodatkowo potęgować nasilające się zjawisko El Niño, i – ogólnie – coraz bardziej widoczne przejawy kryzysu klimatycznego i przyrodniczego mogą skutkować większym, niż się przewiduje, wzrostem cen żywności. Inflacja może natomiast okazać się niższa, jeśli toczące się konflikty geopolityczne zostaną trwale rozwiązane lub jeśli skutki pośrednie lub efekty drugiej rundy niedawnego szoku energetycznego 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 poprzedniego posiedzenia Rady Prezesów w dniu 23 lipca 2026 wzrosły rynkowe stopy procentowe, co odzwierciedla podobne zmiany na rynkach światowych. Po podniesieniu podstawowych stóp procentowych EBC w czerwcu 2026 oprocentowanie kredytów bankowych dla firm w czerwcu i lipcu wzrosło do 3,8%, z 3,6% w maju. Koszt rynkowego finansowania dłużnego przedsiębiorstw wynosił w lipcu 4,0%, a więc pozostał na poziomie zbliżonym do poprzednich miesięcy i znacznie wyższym niż przed wybuchem konfliktu na Bliskim Wschodzie. Roczna dynamika kredytów bankowych dla firm, która zwykle reaguje na zmiany polityki pieniężnej z dłuższym opóźnieniem, w lipcu ponownie wzrosła i osiągnęła 4,4%, wobec 4,0% w maju i czerwcu. Roczna dynamika emisji obligacji przedsiębiorstw wynosiła 3,4%, wobec 3,6% w czerwcu i 3,3% w maju. Oprocentowanie kredytów hipotecznych pozostało w czerwcu i lipcu na poziomie 3,5%, podczas gdy dynamika kredytów hipotecznych obniżyła się w lipcu do 3,0%, wobec 3,1% w maju i czerwcu.

Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Rada Prezesów na posiedzeniu w dniu 10 września 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 2,50%, 2,65% i 2,90%, ze skutkiem od 16 września 2026.

Portfele programu skupu aktywów i nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii zmniejszają się w umiarkowanym 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. Na każdym posiedzeniu z osobna będzie ustalać na podstawie dostępnych danych, jakie nastawienie polityki pieniężnej jest właściwe. W szczególności decyzje Rady Prezesów w sprawie stóp procentowych będą się opierać na jej ocenie perspektyw inflacji i związanego z nimi ryzyka, formułowanej w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, a także na ocenie 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, aby zapewnić trwałą stabilizację inflacji na poziomie celu średniookresowego i utrzymać płynną transmisję polityki pieniężnej.