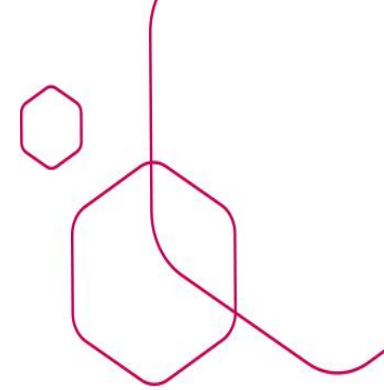




Makro i Rynek

Zrównoważona gospodarka tarczą na szoki

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Wrzesień 2026

Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Gospodarka globalna</u>	4-8
<u>Rynki surowców energetycznych</u>	9-10
<u>Otoczenie zewnętrzne - konkurencja Chin</u>	11
<u>Wybory połówkowe w USA</u>	12
<u>Polska gospodarka - PKB</u>	13-15
<u>Rynek pracy</u>	16-17
<u>Inflacja</u>	18-19
<u>Polityka monetarna</u>	20
<u>Polityka fiskalna</u>	21-22
<u>Rynek walutowy EUR/PLN</u>	23
<u>Rynek obligacji krajowych</u>	24
<u>Potrzeby pożyczkowe</u>	25-26
<u>Dane i prognozy</u>	27



Rok 2025 upłynął pod znakiem wojen handlowych zainicjowanych przez prezydenta USA D. Trumpa na początku kwietnia ubiegłego roku. Mimo zawirowań w polityce handlowej gospodarka światowa wykazała się sporą odpornością na nowe warunki, a wpływ na koniunkturę i inflację okazał się słabszy niż pierwotnie się obawiano. W rok 2026 wchodziliśmy więc z optymizmem i oczekiwaniami wyraźnego przyspieszenia polskiej gospodarki. Ten **optymizm osłabł 28 lutego br. po ataku USA i Izraela na Iran**, w wyniku którego zablokowany został transport przez cieśninę Ormuz, arterię przez którą transportowana była 1/5 globalnych dostaw ropy naftowej i gazu ziemnego. Reakcja rynku surowców energetycznych była oczywista – znaczny wzrost cen ropy naftowej i jej destylatów, silny wzrost cen gazu ziemnego.

Gospodarka globalna po raz kolejny wykazała się odpornością na zawirowania geopolityczne i skutki szoku na rynku surowców energetycznych. Wzrost inflacji wywołany wzrostem cen surowców energetycznych okazał się słabszy niż obawiano się bezpośrednio po wybuchu konfliktu, a pogorszenie aktywności ekonomicznej wyraźnie mniejsze. Sprzyjało temu kilka czynników stabilizujących rynek surowców energetycznych. Uwolnione zostały strategiczne rezerwy ropy naftowej głównych gospodarek, w tym m.in. USA i Japonii. Chiny wyraźnie ograniczyły import ropy naftowej. Kraje azjatyckie, dla których Bliski Wschód jest głównym źródłem zaopatrzenia w surowce energetyczne ograniczyły konsumpcję ropy naftowej oraz zwiększyły wykorzystanie biopaliw. To ograniczyło skalę wzrostu cen surowców energetycznych.

Po ponad 6 miesiącach od wybuchu konfliktu cieśnina Ormuz wciąż jest zablokowana, a jednocześnie trudno dostrzec sygnały zakończenia konfliktu. W obliczu zbliżającej się zimy oraz relatywnie niskiego wypełnienia magazynów, zwiększa się presja na ceny szczególnie gazu ziemnego, które obecnie są o 150% wyższe niż przed wybuchem konfliktu. To właśnie **sytuacja na Bliskim Wschodzie i kształtowanie się cen surowców energetycznych stanowi główne ryzyko dla perspektyw globalnej gospodarki.** O ile ryzyko zaburzeń dostaw wydaje się ograniczone, to realnym zagrożeniem jest wzrost cen, silniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej, a w efekcie wyhamowanie wzrostu gospodarczego.

Odporna na skutki szoku energetycznego okazała się także polska gospodarka. W samym 2Q dynamika PKB wyniosła 3,9% r/r. Wsparciem koniunktury był napływ środków europejskich napędzających inwestycje w środki trwałe. Rządowy program ośłonowy CPN natomiast złagodził wzrost cen paliw, co sprzyjało utrzymaniu konsumpcji jako głównego motoru gospodarki.

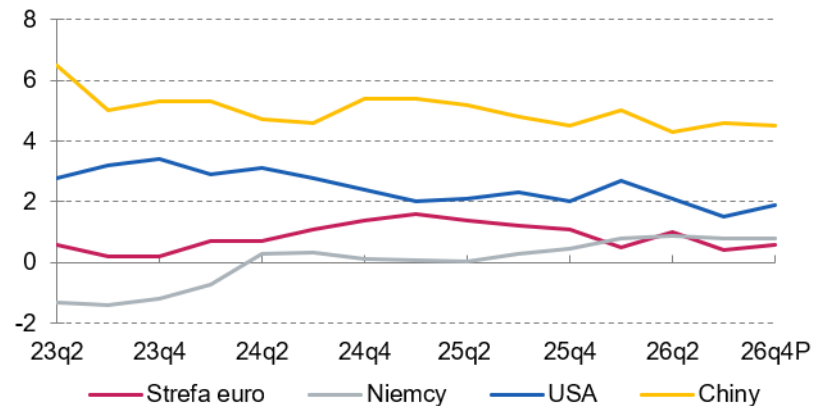
Perspektywy polskiej gospodarki na II poł. 2026 r. są optymistyczne. Źródłem wzrostu będzie zarówno konsumpcja prywatna, ale także silnie rosnące inwestycje napędzane napływem środków z Unii Europejskiej. Widoczne jest także ożywienie eksportu, czemu sprzyja odbudowa koniunktury w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski. Wzrost gospodarczy jest więc zrównoważony.

Na tym pozytywnym obrazie polskiej gospodarki jest jedna rysa – wysoki deficyt sektora finansów publicznych i silnie rosnące zadłużenie. To bardzo niekorzystna sytuacja szczególnie w warunkach wysokiej niepewności geopolitycznej i niestabilnej sytuacji na rynku surowców energetycznych. Możliwości wykorzystania polityki fiskalnej w celu neutralizacji zewnętrznych szoków są obecnie silnie ograniczone. **Utrzymanie odporności polskiej gospodarki na szoki zewnętrzne będzie więc znacznie trudniejsze niż dotychczas.**

Konflikt na Bliskim Wschodzie wyraźnie pokazał jak kruchy może być wzrost globalnej gospodarki w warunkach zaburzeń dostaw surowców. **Konflikt ten uwidocznił też jak ważna jest transformacja energetyczna i zmniejszenie stopnia uzależnienia od importu surowców.** Zmiana miksu energetycznego i ograniczenie wysokoemisyjnych, a jednocześnie drogich źródeł energii, poprawa efektywności wykorzystania energii elektrycznej i surowców to nie tylko troska o klimat, ale przede wszystkim sposób na budowę silnej, odpornej i konkurencyjnej gospodarki. Tym bardziej, że **rośnie presja konkurencyjna ze strony azjatyckich gospodarek, szczególnie z Chin.** Obecnie czynnik ten nie wydaje się na tyle silny, aby istotnie wpływać na procesy makroekonomiczne. W dłuższym okresie ryzyko może jednak wzrosnąć, gdyż do przewagi cenowej Chin coraz częściej dołącza przewaga technologiczna.

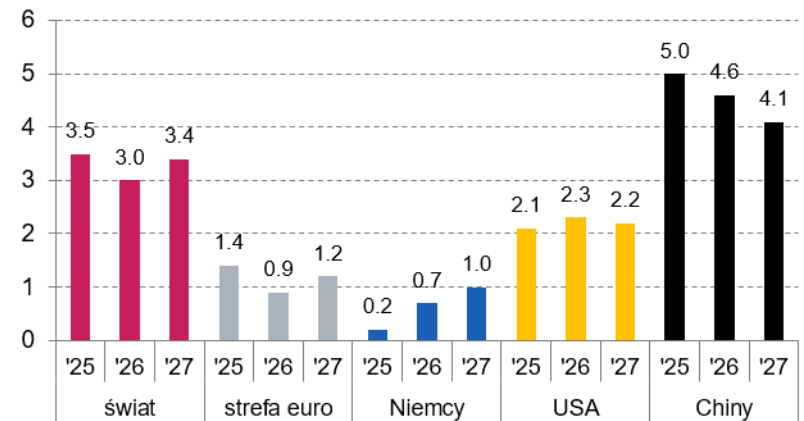
Gospodarka globalna – Gospodarka globalna istotnie nie słabnie pomimo szoku podażowego na rynkach surowców energetycznych i paliw

Dynamika PKB i konsensus prognoz Reuters na 3Q i 4Q2026 (% r/r)



- Gospodarka światowa weszła w 2026 r. z oczekiwaniami kontynuacji umiarkowanego wzrostu i obniżającej się inflacji mimo zaostrzanej polityki handlowej. **Perspektywy te stały się bardziej niepewne po wybuchu konfliktu USA i Izraela z Iranem, który doprowadził do blokady cieśniny Ormuz i zaburzeń w dostawach surowców energetycznych.** W efekcie wzrosły ceny energii i zmienności na rynkach. We wrześniu br. ceny ropy naftowej na rynkach były o 30% wyższe niż w lutym, a gazu ziemnego o 130%.
- Skutki szoku energetycznego okazały się łagodniejsze od początkowych obaw.** Ich wpływ ograniczało wykorzystanie zgromadzonych zapasów surowców oraz zmniejszenie popytu. Istotnym wsparciem dla globalnej koniunktury był również boom inwestycyjny związany z rozwojem AI. Szczególnie silnie oddziaływał on na gospodarkę USA, ale wspierał także Chiny poprzez wzrost eksportu sprzętu i komponentów wykorzystywanych w infrastrukturze AI. Popyt zagraniczny na te produkty częściowo kompensował słaby popyt krajowy Państwa Środka. Eksport wspierał także wzrost gospodarki europejskiej, ale i popyt wewnętrzny zaskoczył pozytywnie dzięki odpornej konsumpcji i wydatkom publicznym, m.in. na uzbrojenie.

Prognozy MFW wzrostu PKB na lata 2026-2027 (% , lipiec 2026)



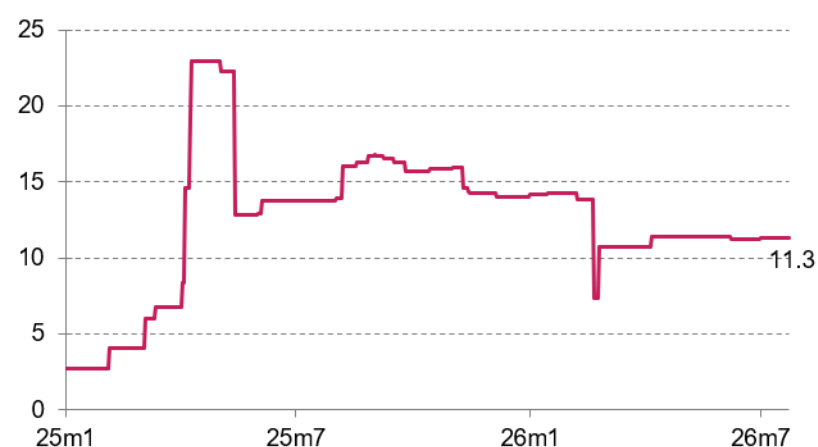
- Bieżące prognozy wskazują na oczekiwania kontynuacji umiarkowanego wzrostu gospodarki światowej.** Według MFW globalny PKB ma wzrosnąć w 2026 r. o 3,0% i przyspieszyć do 3,4% w 2027 r. MFW wskazuje jednak, że perspektywy będą zróżnicowane pomiędzy gospodarkami. USA mają w latach 2026-2027 utrzymać relatywnie solidny wzrost dzięki inwestycjom technologicznym, mniejszej wrażliwości na szok energetyczny i pozytywnemu efektowi majątkowemu w związku z rosnącymi wycenami aktywów finansowych. W Chinach natomiast większą rolę odegrają słabość popytu krajowego, choć konkurencyjny cenowo eksport i ekspansja na nowe rynki zapewne nadal istotnie będą wspierać wzrost. Strefa euro ma rosnąć w 2026 i 2027 wyraźnie wolniej od USA i Chin, ale po danych za I poł. br. ryzyka recesji wydają się znacznie mniejsze niż w marcu.
- Zaskakujące ożywienie gospodarcze w strefie euro silnie wsparło polski eksport w 2Q 2026, aczkolwiek II poł. 2026 r. zapewne nie będzie aż tak dobra** i spodziewamy się, że w całym 2026 r. eksport netto nie pomoże wzrostowi PKB. Do głównych ryzyk dla gospodarki światowej zaliczamy eskalację konfliktów zbrojnych, utrzymujące się wysokie ceny energii, postępującą fragmentację handlu oraz korektę wycen spółek technologicznych w USA.

Gospodarka globalna – w wykresach

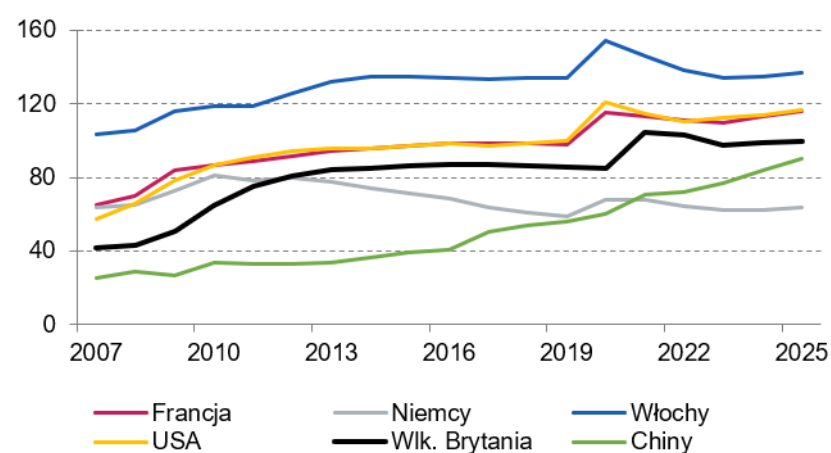
Indeks niepewności geopolitycznej (pkt, 1985-2019=100)



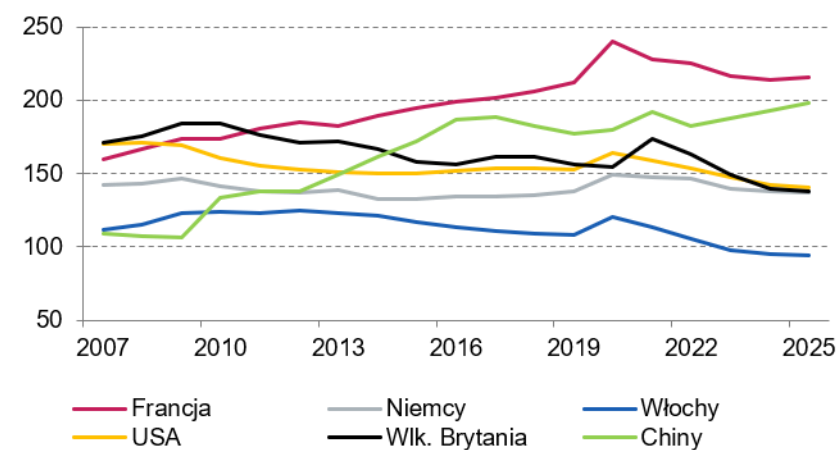
Efektywna stawka celna USA (%)



Dług publiczny w wybranych gospodarkach (% PKB)

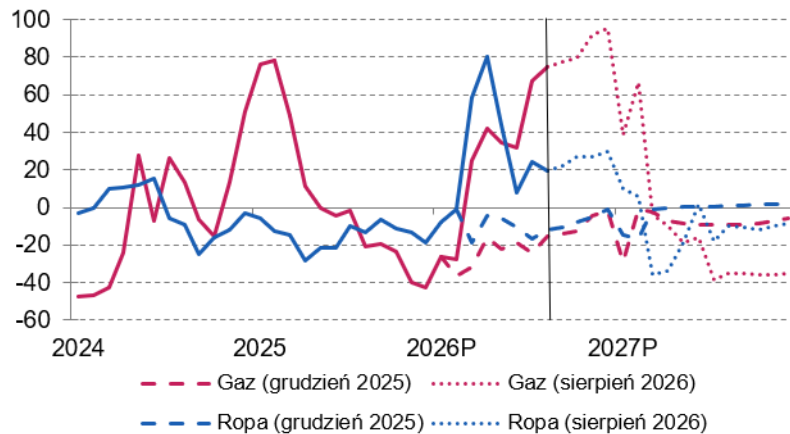


Dług prywatny w wybranych gospodarkach (% PKB)



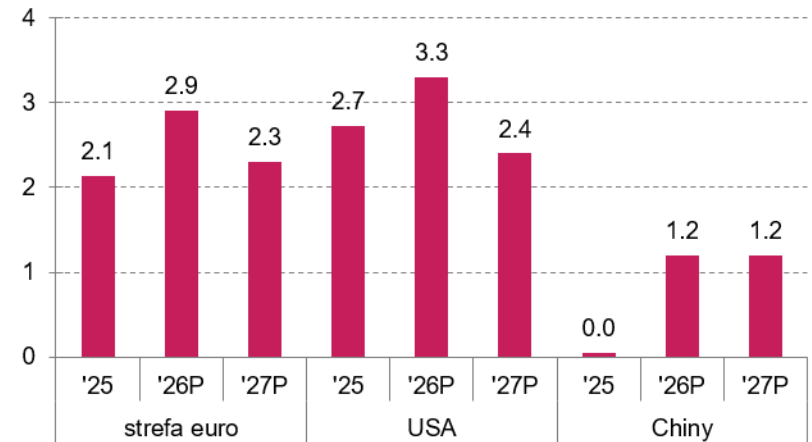
Gospodarka globalna – Szok podaży napędza ceny paliw i energii, które jak na razie w ograniczonym stopniu przelewają się w ceny innych towarów i usług

Zmiana notowań kontraktów terminowych na ropę naftową Brent i gaz ziemny TTF (% r/r)



- **Konflikt na Bliskim Wschodzie doprowadził do wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach globalnych, przerywając proces dezinflacji w wielu gospodarkach.** W strefie euro inflacja HICP wzrosła z 1,9% r/r w lutym do 3,3% r/r w sierpniu 2026 r. Głównym źródłem wzrostu był komponent energii, którego dynamika sięgnęła 14,3% r/r. Jednocześnie inflacja bazowa pozostała względnie stabilna na poziomie 2,4%. W Stanach Zjednoczonych dane inflacyjne okazały się zbliżone. Indeks CPI wyniósł w lipcu 3,4% r/r, przy inflacji bazowej na poziomie 2,5% r/r. Amerykańska inflacja ma jednak bardziej wewnętrzny charakter, czemu sprzyjają silniejsza konsumpcja oraz dalsze przenoszenie przez firmy ceł na ceny detaliczne.
- **Co istotne, jak podkreśla MFW, w skali globalnej widoczne są dotychczas jedynie ograniczone efekty drugiej rundy** (tj. wpływ wyższych cen energii na inne towary oraz usługi), a światowa gospodarka okazała się bardziej odporna na następstwa konfliktu na Bliskim Wschodzie, niż wcześniej oczekiwano. Sprzyjały temu uwolnienie części zapasów surowców, wzrost wydobywania poza regionem Zatoki Perskiej, niższa energochłonność gospodarek oraz większy udział odnawialnych źródeł energii.

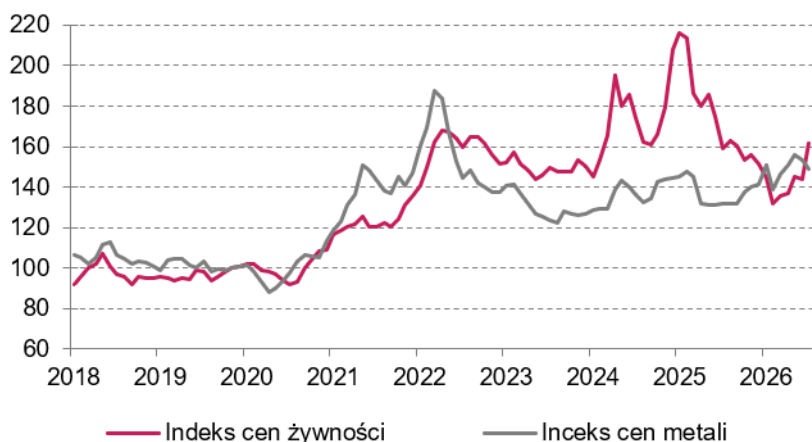
Inflacja konsumencka na świecie – konsensus prognoz w ankiecie Reuters (% r/r)



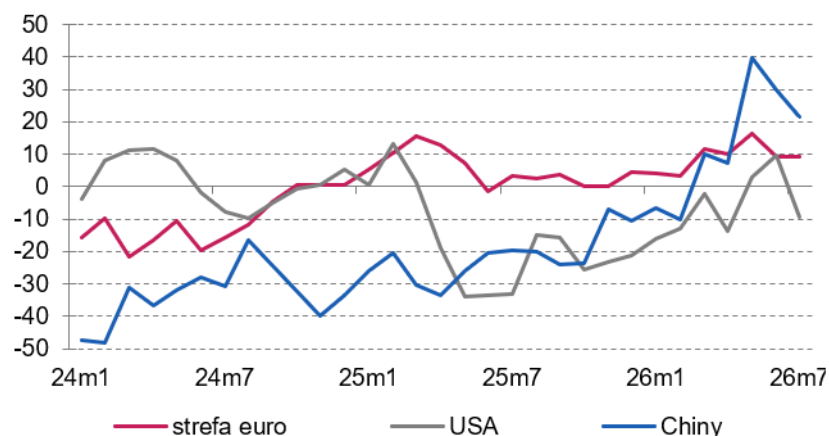
- Bieżące prognozy, w tym MFW pokazują wzrost inflacji w 2026 r. a następnie na jej spadek w przyszłym roku. **Oznacza to, że obecne przyspieszenie wzrostu cen powinno mieć charakter przejściowy i wynikać przede wszystkim z szoku energetycznego.** Jednocześnie przenoszenie wzrostu cen energii na pozostałe kategorie dóbr i usług jest znacznie słabsze niż po wybuchu wojny w Ukrainie. Wynika to z faktu, że gospodarka światowa funkcjonuje obecnie w warunkach wyższych stóp procentowych, niższej inflacji oraz mniej rozgrzanych gospodarek.
- **Zarówno w strefie euro, jak i w USA oczekiwany jest w horyzoncie do 2027 r. stopniowy powrót inflacji w kierunku celów banków centralnych wraz z wygasaniem wpływu wyższych cen energii.** Wrzesień br. pokazuje jednak, że proces ten może być bardziej rozciągnięty w czasie niż bieżące konsensusy prognoz. Nie widać bowiem perspektyw na zwiększenie transportu surowców energetycznych przez cieśninę Ormuz. Ponadto ceny surowców będą wspierane przez odbudowę zapasów przed zimą. W przypadku USA rewolucja AI może dodatkowo w krótkim okresie oddziaływać proinflacyjnie. Nieco inaczej prezentują się perspektywy dla Chin, gdzie słabszy popyt wewnętrzny i wolne moce produkcyjne powinny ograniczać nasilenie inflacji.

Gospodarka globalna – Wykresy dotyczące inflacji i jej prognoz w otoczeniu polskiej gospodarki

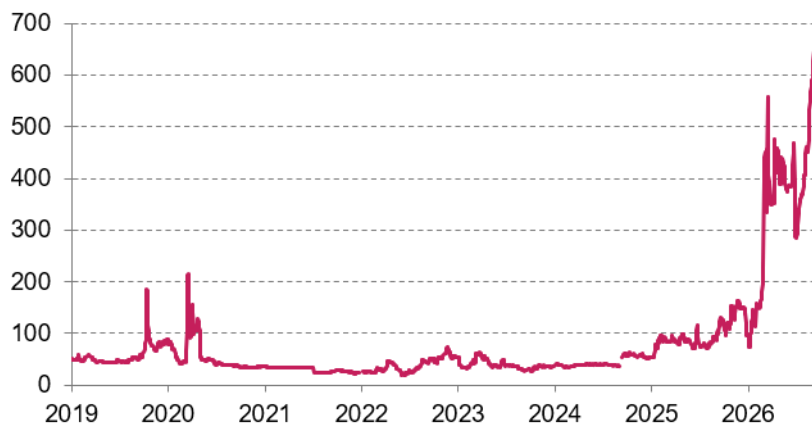
Indeks cen żywności i metali (EUR, średnia z 2020-2021=100, wagi oparte o strukturę polskiego importu)



Indeks Citi zaskoczeń inflacyjnych (pkt)



Stawka frachtu tankowców przewożących ropę naftową z Bliskiego Wschodu do Europy (USD/t)

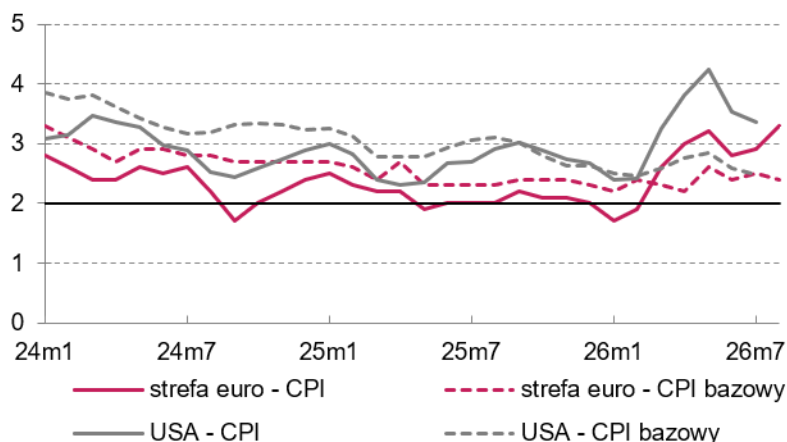


Indeks Harpex stawek frachtu kontenerowego (pkt)



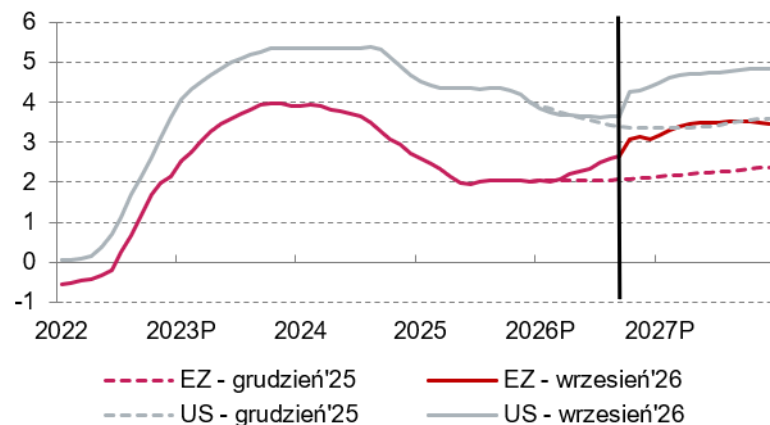
Gospodarka globalna – EBC w 2026 r. podnosił stopy procentowe, a Fed utrzymywał je na stabilnym poziomie. Perspektywy dla EBC wskazują na dalsze zacieśnianie warunków monetarnych.

Inflacja CPI w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (% y/y)



- W 2025 r. globalny cykl luzowania polityki pieniężnej zasadniczo dobiegł końca, a w 2026 r. uwaga banków centralnych skierowała się ku ocenie skutków nowych szoków podażyowych, a w przypadku USA również zmian strukturalnych zachodzących w gospodarce. W strefie euro Europejski Bank Centralny podniósł w czerwcu i we wrześniu stopę depozytową każdorazowo o 25 pb do poziomu 2,50%, wskazując na ryzyko utrwalenia się inflacji powyżej celu.
- Nasz scenariusz bazowy zakłada, że w 2026 r. nie dojdzie do istotnej poprawy sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie, w szczególności do trwałego udroźnienia żeglugi przez cieśninę Ormuz. Natomiast dla 2027 r. przyjmujemy, że sytuacja będzie stopniowo się poprawiać, co powinno przełożyć się na spowolnienie dynamiki cen i stopniowy spadek inflacji. **Przy takich założeniach oczekujemy jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych EBC w grudniu 2026 r., która podniosłaby stopę depozytową do 2,75%.** Uważamy, że będzie to zakończenie obecnego cyklu, po którym EBC utrzyma stopy procentowe bez zmian do końca 2027 r. Rynki wyceniają w pełni natomiast poziom docelowy 3,25% (naszym zdaniem zbyt agresywnie).

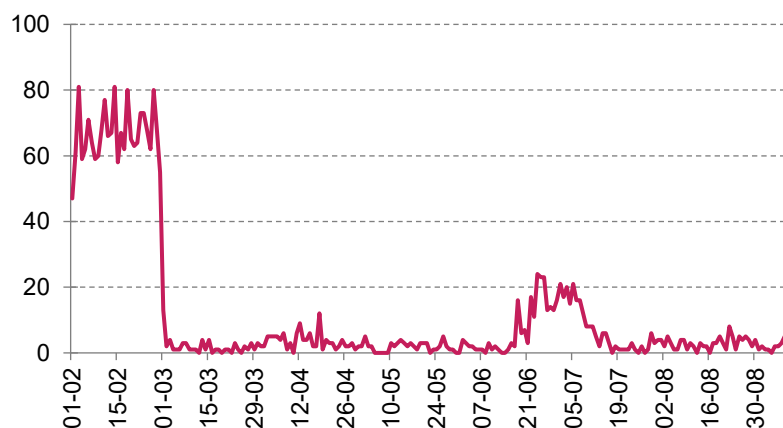
Stopy procentowe w strefie euro i USA oraz ich wycena według kontraktów terminowych (%)



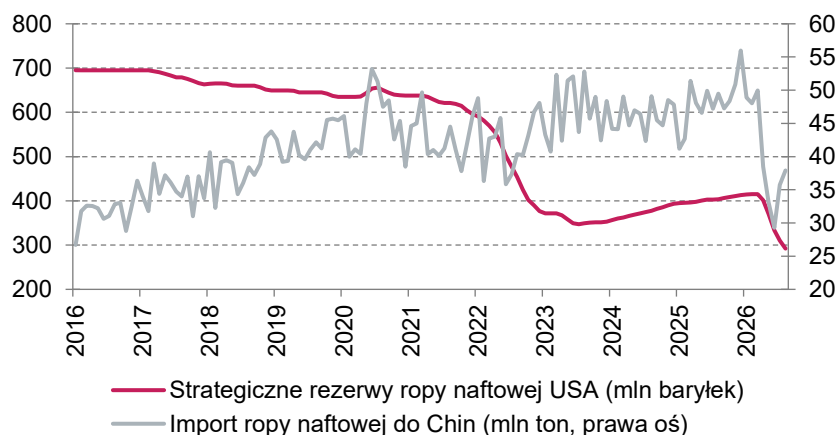
- Fed przez 2026 r. utrzymywał przedział dla stopy funduszy federalnych na poziomie 3,50-3,75%. Pod przewodnictwem nowego szefa K. Warsha Fed zrezygnował z forward guidance, a także powołał komitety mające na celu przegląd i usprawnienie ram prowadzenia polityki pieniężnej. Kluczowe znaczenie dla perspektyw stóp proc. w USA będzie miał, obok sytuacji na rynkach surowcowych, wpływ dużych inwestycji oraz rozwoju technologii AI na inflację i rynek pracy. Z jednej strony mogą one zwiększać presję popytową i kosztową, z drugiej zaś podnosić produktywność i zmieniać strukturę zatrudnienia. Rynki finansowe wyceniają 3 podwyżki o 25 pkt baz. w horyzoncie do końca 2027 r. Nasz scenariusz zakłada stabilne stopy do końca 2027 r.
- Bank Japonii kontynuował w 2026 r. proces normalizacji polityki pieniężnej. Główna stopa osiągnęła poziom 1,00%, najwyższy od 31 lat. Towarzyszyły temu działania stabilizujące sytuację na rynku walutowym. Znaczenie decyzji BoJ wykraczało poza Japonię, ponieważ wyższe stopy procentowe ograniczają atrakcyjność globalnego carry trade finansowanego w jenie. Proces stopniowego zamykania takich pozycji pozostaje jednym z ważniejszych czynników wpływających na przepływy kapitału i zmienność na światowych rynkach finansowych.

Rynki surowców energetycznych – Blokada cieśniny Ormuz wprowadziła zamęt na rynkach surowców energetycznych. Ceny rosną, a perspektywy pozostają niepewne.

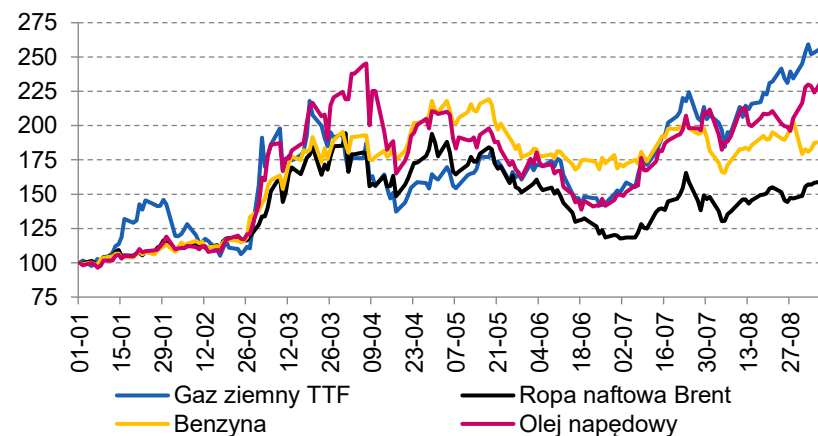
Liczba tankowców przepływających przez cieśninę Ormuz (w obu kierunkach)



Strategiczne rezerwy ropy naftowej USA i import ropy naftowej do Chin



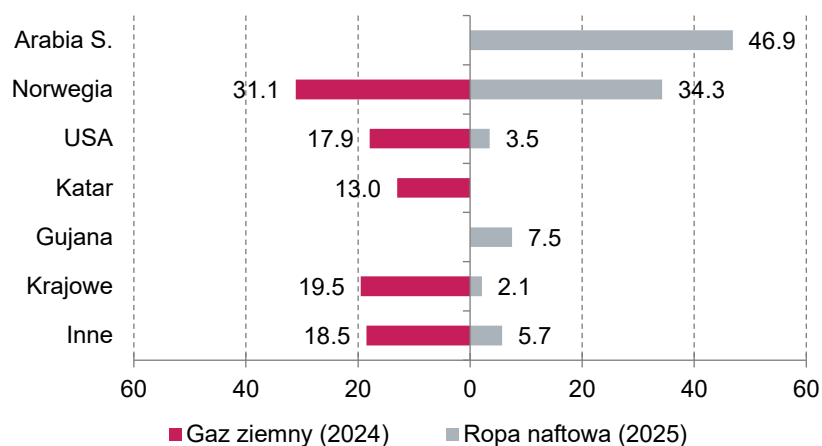
Ceny surowców energetycznych w 2026 roku (1 stycznia 2026 = 100)



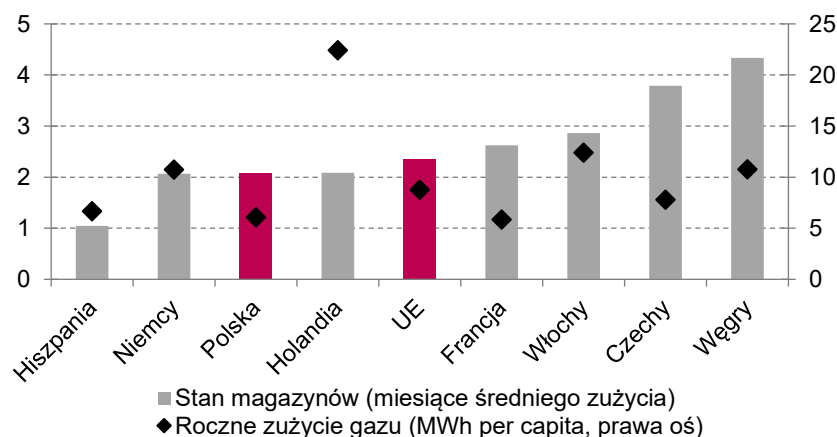
- **Atak USA i Izraela na Iran pod koniec lutego tego roku doprowadził do niemal całkowitej blokady cieśniny Ormuz, czyli arterii, przez którą transportowane było nawet 20% światowej ropy naftowej i gazu.** Zmniejszenie możliwości eksportowych krajów Zatoki Perskiej doprowadziło do gwałtownych wzrostów cen ropy naftowej i produktów pochodnych oraz gazu ziemnego. W lipcu sytuacja przejściowo się uspokoiła, gdyż podpisano porozumienie pomiędzy USA a Iranem, które przywróciło żeglugę przez Ormuz na ok. 2 tygodnie. Później porozumienie się załamało, żegluga ponownie zamarła i ceny surowców wzrosły, niektóre nawet powyżej szczytów z marca i kwietnia. Gaz ziemny TTF jest obecnie droższy o 150% w stosunku do początku roku. **Nie widać perspektyw na kolejne porozumienie, które przywróciłoby tranzyt ropy przez cieśninę.**
- **Dotychczas rynek ropy naftowej stabilizowały ograniczenie zakupów przez Chiny oraz uwalnianie rezerw, w tym strategicznych rezerw USA.** Doprowadziło to do utrzymania cen ropy Brent poniżej 100 USD za baryłkę, jednak, na skutek wyłączenia części rafinerii na Bliskim Wschodzie oraz ukraińskich ataków na rosyjskie rafinerie, wyraźnie wzrosły marże rafineryjne. **W rezultacie ceny destylatów ropy naftowej rosły znacznie silniej niż cena samej ropy.** Jednak czynniki stabilizujące rynek, takie jak ograniczenie importu do Chin, wyczerpują się, dlatego rośnie ryzyko przedłużającego się wzrostu cen surowców energetycznych.

Rynki surowców energetycznych – Szok na rynku surowców energetycznych skutkuje wyższymi cenami w Polsce i Europie. Raczej nie ma ryzyka niedoborów surowca.

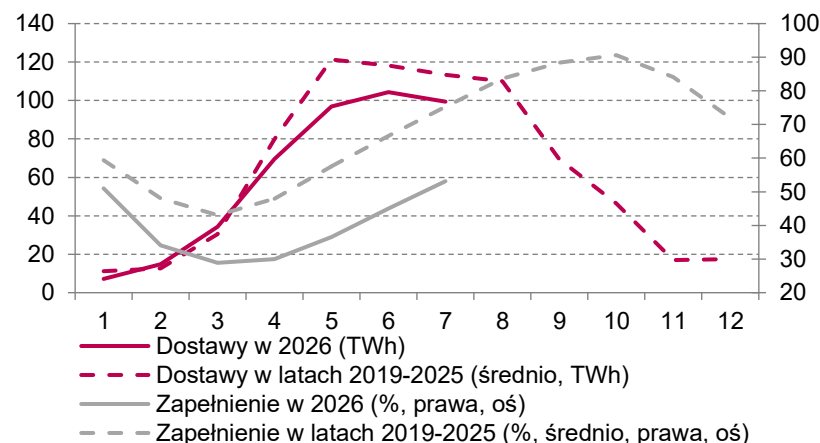
Kierunki dostaw ropy naftowej i gazu ziemnego do Polski (% dostaw)



Stan magazynów gazu w wybranych krajach UE (w miesiącach średniego zużycia)



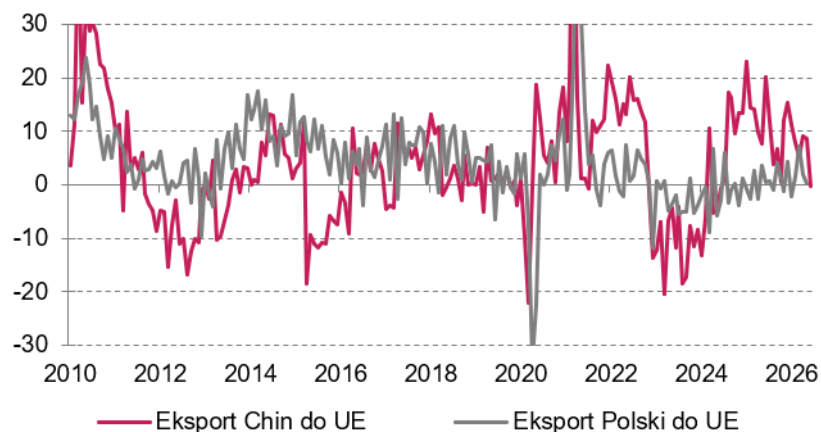
Stan magazynów i dostawy gazu ziemnego w UE w zależności od miesiąca roku



- **Arabia Saudyjska odpowiadała za 46,9% dostaw ropy naftowej do Polski w 2025 roku. Jednak dostępność paliwa w kraju nie powinna zagrożona.** Dostawy do Polski w dużej mierze są realizowane przez port w Janbu i Morze Czerwone. Ponadto można je zastępować korzystając z globalnego rynku. **Szok będzie więc wpływać na polską gospodarkę przede wszystkim poprzez wyższe ceny.**
- **Kryzys w cieśninie Ormuz bardzo silnie uderza w rynek gazu ziemnego.** Transportowanie gazu przez strefę wojny wiąże się z większym ryzykiem niż transport ropy, ponadto uszkodzono część infrastruktury do skraplania gazu (Ras Laffan w Katarze). Nawet jak porozumienie zostanie zawarte, przywrócenie dostaw do poziomów sprzed wojny potrwa przynajmniej kilka miesięcy.
- Przez napięcie na rynku gazu Europa ograniczyła dostawy błękitnego paliwa. Zapełnienie magazynów znajduje się znacząco poniżej wzorca sezonowego, co może wymusić zwiększenie dostaw zimą. Rynek dyskontuje ten scenariusz poprzez wysokie ceny gazu ziemnego TTF (europejski benchmark). Aktualnie MWh gazu jest droższy o ponad 150% w stosunku do początku 2026 roku. **Wyższe ceny gazu w Europie mogą podwyższać rachunki za prąd i ogrzewanie dla gospodarstw domowych (skutki rozciągają się na 2027 rok), a koszty wielu firm zwiększają już teraz.**

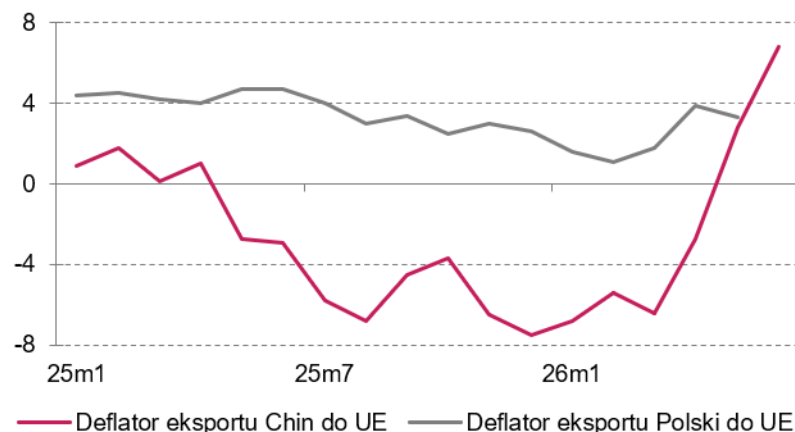
Otoczenie zewnętrzne - konkurencja Chin – Import z Chin do UE staje się coraz większym wyzwaniem dla niektórych branż polskiego przemysłu

Eksport z Chin i z Polski do Unii Europejskiej
(ceny stałe, % r/r)



- Eksport towarów z Chin do Unii Europejskiej wyniósł w I poł. 2026 r. ok. 300 mld EUR. W przeciwnym kierunku popłynęły towary o wartości ponad 3 razy mniejszej, a dystans ten w ostatnich dwóch latach systematycznie się pogłębia. Konkurencyjność chińskiego eksportu stanowi coraz większe wyzwanie dla UE, zwłaszcza po zmianach polityki handlowej na świecie zainicjowanych przez USA.
- Chińskie przedsiębiorstwa jeszcze intensywniej poszukują alternatywnych rynków zbytu. Jest to szczególnie istotne w sytuacji, gdy eksport pozostaje głównym motorem wzrostu chińskiej gospodarki, podczas gdy konsumpcja prywatna rozwija się słabo, a sektor nieruchomości i związane z nim inwestycje pozostają w głębokiej recesji. Wysoka konkurencyjność cenowa chińskich producentów wynika między innymi z relatywnie niskich kosztów energii elektrycznej, a także z ogromnych mocy produkcyjnych budowanych przez dekady oraz aktywnej polityki przemysłowej państwa. Dodatkowo wskazuje się na pośrednie i bezpośrednie wsparcie chińskich przedsiębiorstw przez władze, co może dodatkowo wzmacniać ich przewagę cenową.

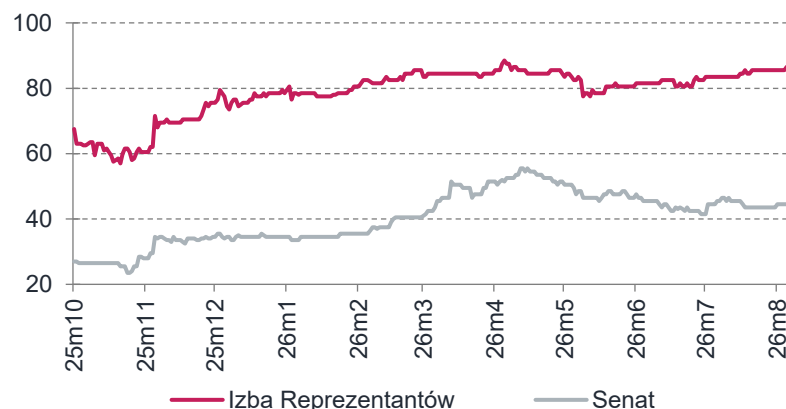
Deflator cen eksportu Chin i Polski do Unii Europejskiej (% r/r)



- W ostatnich dwóch latach eksport Chin do UE rósł wyraźnie szybciej niż polski eksport na wspólny rynek, który pozostaje odbiorcą blisko 70% krajowej sprzedaży zagranicznej towarów. Przedsiębiorstwa sygnalizują narastanie presji ze strony konkurencyjnego importu, szczególnie w branży meblarskiej, motoryzacyjnej, elektronicznej oraz wśród producentów maszyn i urządzeń elektrycznych. Potwierdzają to także tendencje cenowe (deflator chińskiego eksportu pozostawał ujemny, wskazując na spadek r/r cen eksportowych).
- Obecnie czynnik ten nie wydaje się na tyle silny, aby istotnie wpływać na procesy makroekonomiczne i trudno oczekiwać gwałtownego pogorszenia sytuacji w najbliższych kwartałach. W dłuższym okresie ryzyko może jednak wzrosnąć, gdyż do przewagi cenowej Chin coraz częściej dołącza przewaga technologiczna, w takich obszarach jak elektromobilność, OZE, baterie, elektronika czy automatyka przemysłowa. Oznacza to rosnącą presję konkurencyjną także w sektorach o wysokiej wartości dodanej, co może ograniczać rentowność i inwestycje części firm w UE. Zwiększa to znaczenie działań wzmacniających konkurencyjność europejskiego przemysłu, m.in. poprzez obniżenie kosztów energii i wspieranie innowacyjności.

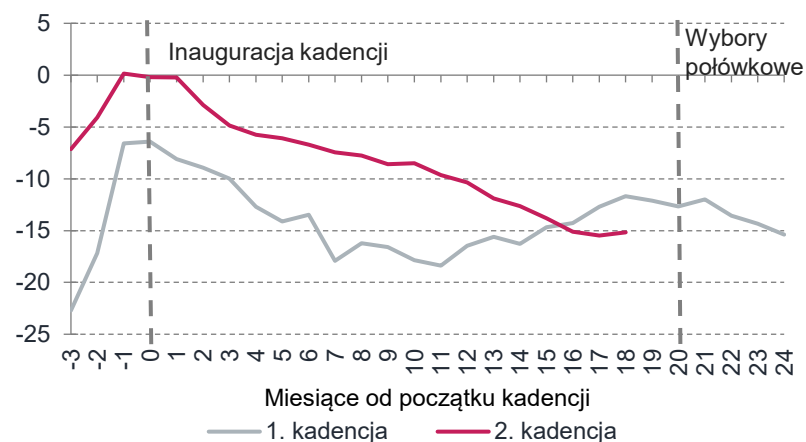
Wybory połówkowe w USA – Większość w Izbie Reprezentantów dla demokratów wydaje się wysoce prawdopodobna. O rozkładzie sił w kongresie przesądzą wyniki wyborów do Senatu.

Prawdopodobieństwo zdobycia większości w Kongresie przez demokratów wg rynków predykcyjnych (%)



- **3 listopada 2026 roku odbędą się w USA wybory połówkowe** (z ang. „midterm”), czyli wybory w połowie kadencji prezydenta. **Amerykanie wybiorą cały skład Izby Reprezentantów i 1/3 Senatu.** Będzie to ważny polityczny sprawdzian dla Donalda Trumpa i jego administracji, o potencjalnie istotnych konsekwencjach dla światowej gospodarki.
- **Wycena rynków predykcyjnych wskazuje na duże szanse zdobycia większości w Izbie Reprezentantów przez demokratów. Dużo trudniejsze będzie zdobycie Senatu.** Wycena jest spójna z wynikami sondaży. Wg średniej sondaży partyjnych demokraci prowadzą 49% do 42%. W przypadku Senatu na korzyść republikanów przemawia kompozycja wymienianej 1/3 składu i fakt, że w przypadku remisu decydujący jest głos wiceprezydenta. Aby uzyskać większość 51 mandatów demokraci muszą obronić wszystkie posiadane okręgi i wygrać wszystkie 4 wyścigi określone przez ekspertów jako wyrównane.
- **Republikanom nie pomaga stale spadające poparcie społeczne dla D. Trumpa.** W ujęciu netto jest ono aktualnie o ok 3,5 pkt proc. niższe niż w analogicznym momencie jego pierwszej kadencji.

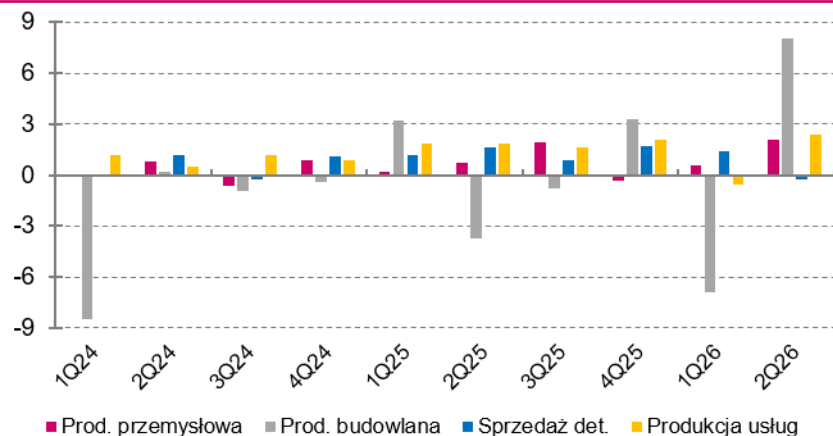
Różnica pomiędzy pozytywną a negatywną oceną D. Trumpa w 1. i 2. kadencji (średnia miesięczna, pkt proc.)



- **W naszej ocenie wyniki wyborów połówkowych nie zmieniają istotnie kształtu polityki administracji USA i perspektyw amerykańskiej gospodarki.** Niemniej zdobycie Izby Reprezentantów może ograniczyć ruchy administracji na płaszczyźnie legislacji oraz pozwolić bardziej efektywnie nadzorować administrację prezydenta D. Trumpa. Jeżeli demokratom udałoby się zdobyć większość w Senacie, to byłaby szansa na przeprowadzenie procedury impeachmentu.
- **Potencjalne konsekwencje dla gospodarki amerykańskiej i globalnej mogłyby być szerokie.** Prawdopodobnie spory o budżet mogłyby być ostrzejsze i potencjalne shutdowny administracji trwać dłużej. Przejęcie Izby Reprezentantów przez demokratów zamknie administracji prezydenta drogę do reform podatkowych, zmian w ochronie zdrowia czy deregulacji gospodarki. Jednocześnie demokratom ciężko może być uchwalić własną legislację, ze względu na republikański senat i prezydenta. **Impas paradoksalnie mógłby zmniejszyć niepewność, poprzez niższe ryzyko gwałtownych zmian prawnych.** W przypadku polityki celnej administracja D. Trumpa pokazała, że jest zdolna do korzystania z narzędzi omijających Kongres.

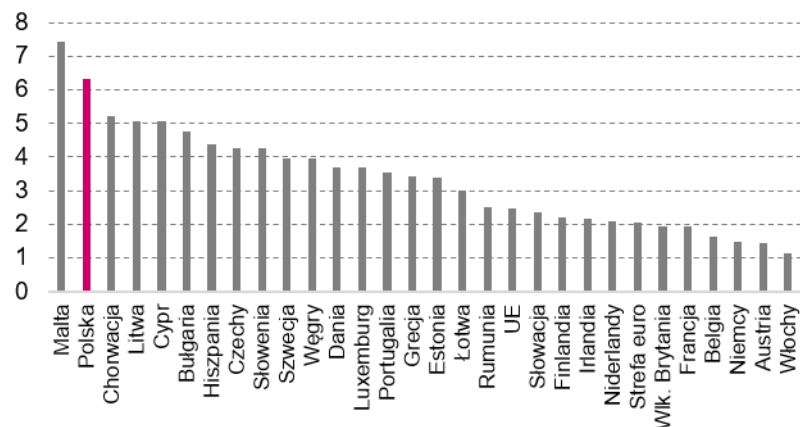
Polska gospodarka – Po słabszym początku roku, 2Q 2026 przyniósł wyraźną poprawę aktywności ekonomicznej. Wzrost PKB ma zrównoważoną strukturę, a oczekiwania na II poł. roku pozostają optymistyczne.

Dane z krajowej gospodarki (dane odsezonowane, kw/kw, %) *

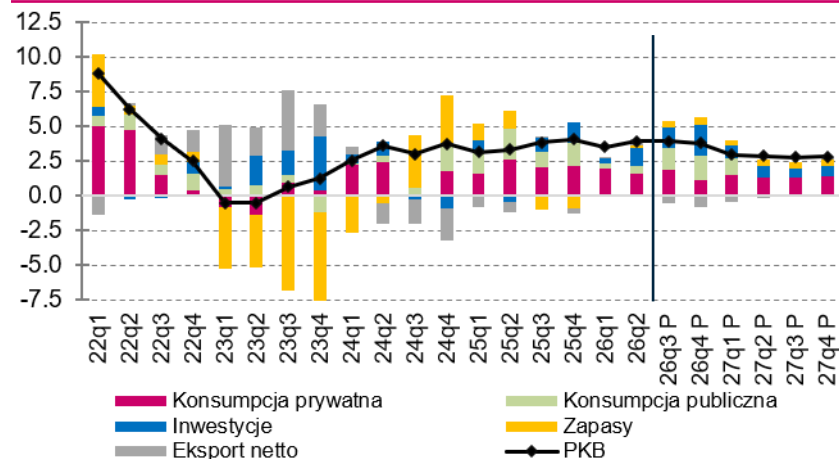


* - dane o produkcji usług w 2Q 2026 dotyczą kwietnia i maja

Skumulowany wzrost PKB w latach 2026-27 w krajach UE (prognoza Komisji Europejskiej, %)



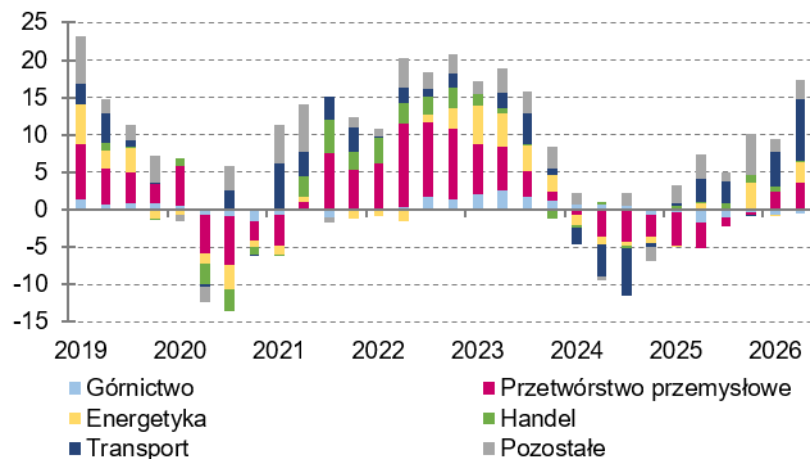
PKB i jego struktura (% pkt. proc.)



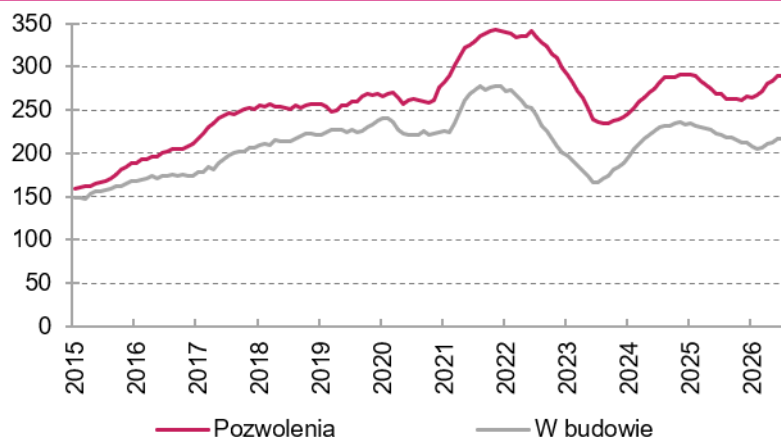
- **Polska gospodarka wykazała się wysoką odpornością na zawirowania geopolityczne oraz szok na rynku surowców energetycznych wywołany konfliktem na Bliskim Wschodzie.** Choć wyniki gospodarki za 1Q okazały się nieco słabsze od oczekiwań, głównie z powodu niekorzystnych warunków pogodowych, to dane za 2Q pozytywnie zaskoczyły. PKB wzrósł w tym okresie o 3,9% r/r, tj. w tempie zbliżonym do prognoz formułowanych jeszcze przed wybuchem konfliktu.
- Gospodarka była napędzana zarówno przez konsumpcję prywatną, jak i inwestycje. Wyraźnie przyspieszył eksport, sugerując poprawę popytu zewnętrznego. **Tempo wzrostu PKB pozostaje wyższe od szacowanego wzrostu potencjalnego, a jego struktura jest relatywnie zrównoważona.**
- Perspektywy wzrostu pozostają korzystne. Dane wysokiej częstotliwości, w tym wskaźniki koniunktury gospodarczej, wskazują na utrzymanie relatywnie wysokiej aktywności ekonomicznej również w II poł. roku. Nieco lepszy od oczekiwań wynik PKB w 2Q oznacza, że w całym 2026 r. wzrost gospodarczy może wynieść 3,7%, nieco więcej niż wcześniej nasze szacunki. Źródłem niepewności pozostaje otoczenie zewnętrzne, w szczególności sytuacja na rynkach surowców energetycznych, w tym rynek gazu ziemnego. Choć ryzyko fizycznych zakłóceń dostaw wydaje się ograniczone, to dalszy wzrost cen energii mógłby negatywnie oddziaływać na konsumpcję i inwestycje przedsiębiorstw.

Polska gospodarka – Wyraźne przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw w 2Q br. Utrzymania ich solidnego wzrostu oczekujemy także w II poł. roku.

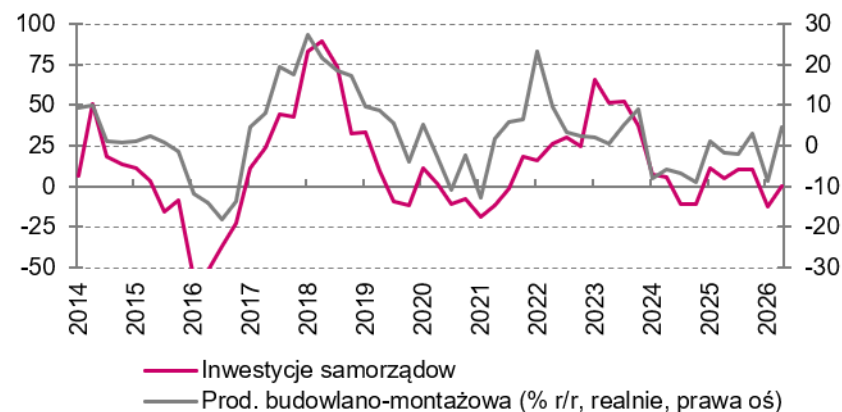
Inwestycje dużych i średnich firm w środki trwałe (firmy 50+, % r/r)



Mieszkania w budowie i pozwolenia na budowę (suma krocząca 12 miesięcy, tys.)



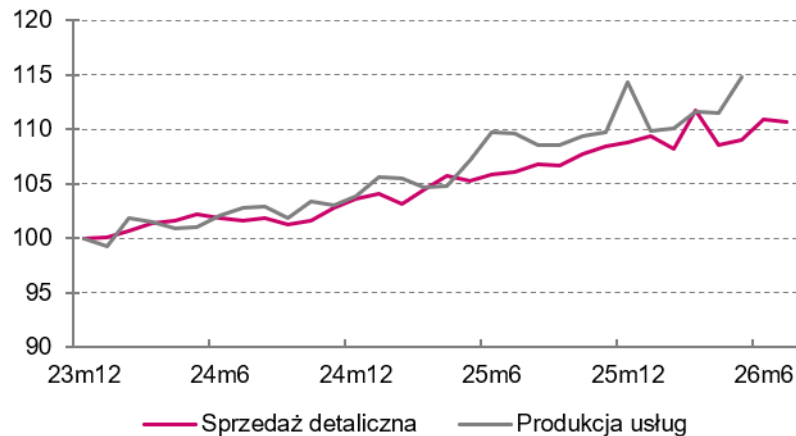
Inwestycje samorządów i produkcja budowlano-montażowa (% r/r)



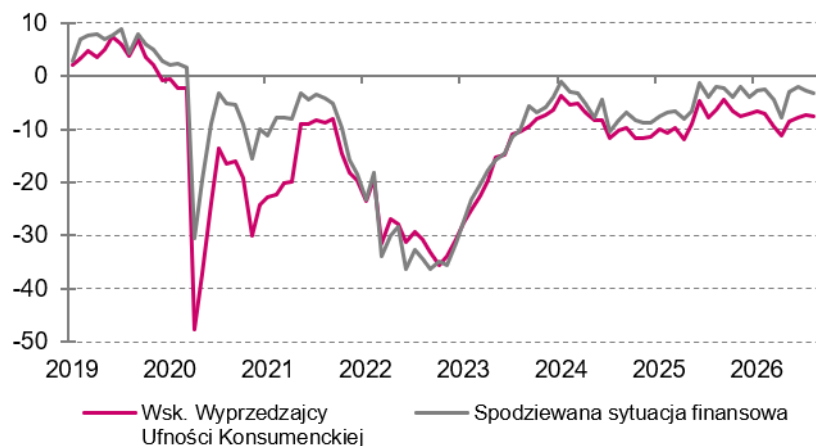
- Po słabym początku roku, 2Q przyniósł wyraźny wzrost inwestycji w środki trwałe, a szczególnie dynamicznie rosły inwestycje firm średnich i dużych (+19,2% r/r w ujęciu nominalnym). W ujęciu branżowym znacząco wzrosły nakłady inwestycyjne w energetyce oraz transporcie. Natomiast według klas aktywów najsilniej rosły nakłady na środki transportu, choć w dwucyfrowym tempie zwiększy się także nakłady na budynki i budowle oraz maszyny i urządzenia. Na tle dużych firm słabo pod względem inwestycji zaprezentował się sektor samorządowy, gdzie inwestycje w ujęciu nominalnym wzrosły o zaledwie 0,1% r/r.
- Oczekiwania co do inwestycji w II poł. tego roku pozostają optymistyczne. Realizacja projektów współfinansowanych ze środków europejskich (fundusze strukturalne, KPO), w połączeniu z realizacją inwestycji militarnych i kontynuacją inwestycji firm prywatnych, będą utrzymywały dynamikę nakładów inwestycyjnych na poziomie zbliżonym do 10% r/r. Obok inwestycji przedsiębiorstw oraz inwestycji publicznych widoczne jest stopniowe odradzanie się budownictwa mieszkaniowego. W roku 2027 spodziewamy się wyraźnego wyhamowania wzrostu inwestycji, w głównej mierze ze względu na zmniejszenie skali napływu środków europejskich.
- Ryzykiem dla wzrostu inwestycji jest potencjalny wzrost napięcia geopolitycznego, co może zmniejszyć skłonność do inwestycji. Szczególnie małe firmy, które są bardziej wrażliwe na skutki zawirowań globalnych.

Polska gospodarka – Konsumpcja indywidualna pozostaje głównym motorem gospodarki, choć jej dynamika obniżyta się w okolice średniej wieloletniej, w ślad za wyhamowaniem wzrostu dochodów

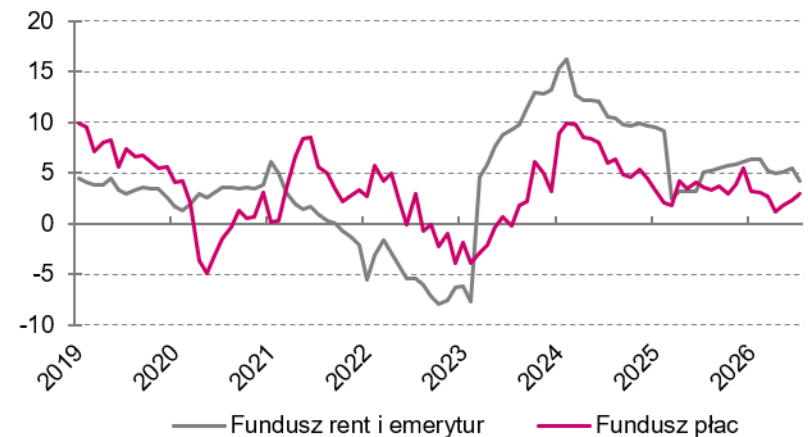
Sprzedaż detaliczna i produkcja usług (dane odsezonowane, grudzień 2023=100)



Wskaźnik koniunktury konsumenckiej (pkt)



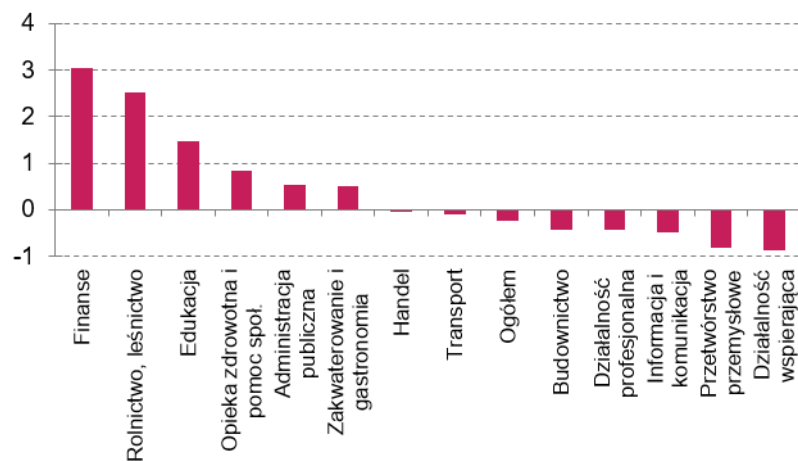
Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw oraz fundusz rent i emerytur w ujęciu realnym (% r/r)



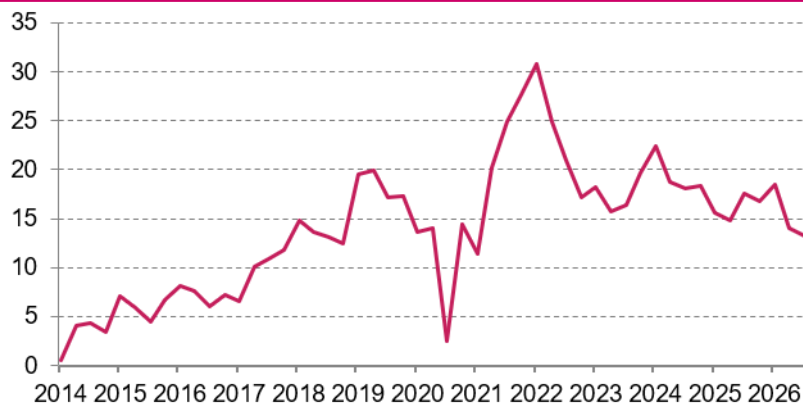
- **Konsumpcja indywidualna pozostaje głównym motorem gospodarki, choć jej dynamika w 2Q br. obniżyła się do 2,8% r/r, zbliżając się do poziomu średniej wieloletniej.** Konsumpcji sprzyja wciąż solidny wzrost płac oraz niskie bezrobocie, co wspiera nastroje konsumentów. Wsparciem konsumpcji był również tylko niewielki wzrost inflacji w następstwie konfliktu na Bliskim Wschodzie, czemu pomogło wprowadzenie programu ostonowego CPN – Ceny Paliw Niżej. W strukturze spożycia negatywnie zaskakiwała konsumpcja towarów, która w ostatnich miesiącach rosta wolniej od oczekiwań. Wciąż solidnie rosną natomiast wydatki na usługi.
- W kolejnych kwartałach konsumpcja pozostanie głównym motorem gospodarki, choć jej dynamika będzie stopniowo obniżać się wraz ze spowolnieniem wzrostu dochodów. **Ryzykiem dla konsumpcji w kolejnych kwartałach jest wyższa od oczekiwań ścieżka inflacji wynikająca z eskalacji napięcia na Bliskim Wschodzie i wzrostu cen gazu ziemnego.** Przełożyłoby się to na spowolnienie realnego wzrostu dochodów rozporządzalnych, a w konsekwencji ograniczenie konsumpcji. Szczególnie, że ze względu na wysoki deficyt fiskalny i silnie rosnący dług publiczny szanse na szerokie i długotrwałe rządowe pakiety ostonowe są ograniczone. W warunkach podwyższonej niepewności geopolitycznej na wysokim poziomie może pozostać skłonność do oszczędzania.

Rynek pracy – I poł. 2026 r. przyniosła obniżenie popytu na pracę, ale lepsza koniunktura w kraju i za granicą dają szanse na jego stabilizację

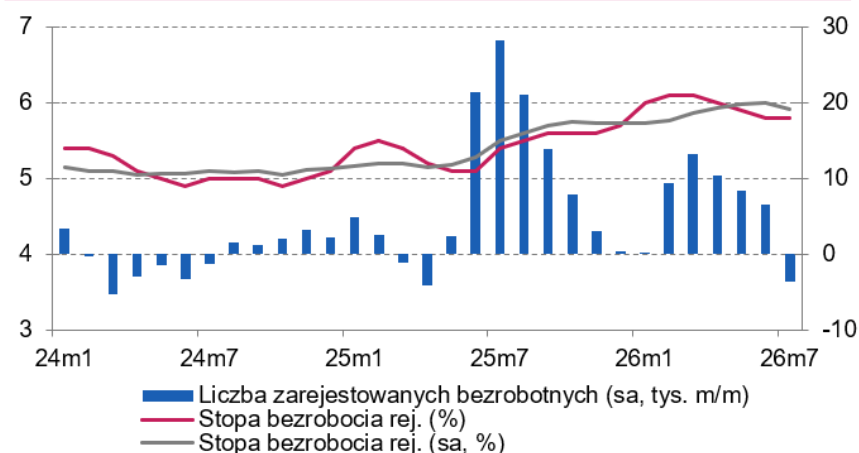
Zmiana liczby pracujących wg BAEL między 25q4 i 26q2 w różnych sektorach gospodarki (%)



Wskaźnik prognoz zatrudnienia według Szybkiego Monitoringu NBP (sa, pkt)



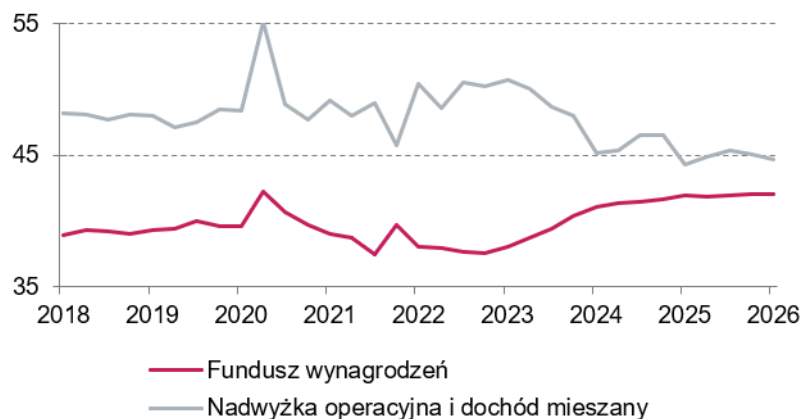
Stopa bezrobocia rejestrowanego i liczba bezrobotnych



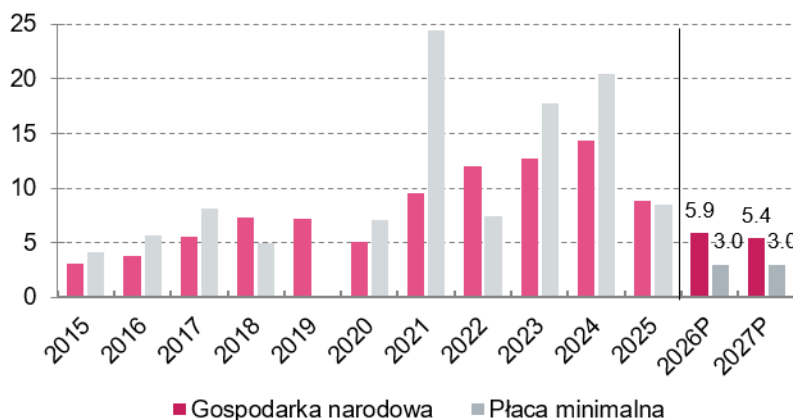
- **Popyt na pracę w Polsce nieznacznie obniżył się w I poł. 2026 r.** Liczba pracujących według BAEL (po odsezonowaniu) była w 2Q 2026 r. o ok. 0,2% niższa niż na koniec 2025 r. Spadek ten byłby nieco głębszy, gdyby nie wzrost zatrudnienia w sektorach usługowych z istotnym udziałem sfery budżetowej. Słabszy popyt na pracę znalazł również odzwierciedlenie we wzroście stopy bezrobocia rejestrowanego, która po odsezonowaniu wyniosła w czerwcu 6,0% wobec 5,7% w grudniu. Był to wynik gorszy od naszych oczekiwań formułowanych na początku roku.
- Lipcowe dane z rynku pracy miały już nieco bardziej optymistyczny wydźwięk. Stopa bezrobocia rejestrowanego po odsezonowaniu obniżyła się do 5,9% z 6,0%, spadając po raz pierwszy od października 2024 r. Nie przesądza to jednak, że weszła ona w trwały trend spadkowy, a w najbliższych kwartałach spodziewamy się raczej jej stabilizacji. Z jednej strony poprawia się koniunktura w Polsce i strefie euro, a wyniki firm w 2Q 2026 r. były lepsze niż rok wcześniej, łagodząc presję na dostosowania zatrudnienia i płac. Z drugiej strony indeks prognoz zatrudnienia publikowany w Szybkim Monitoringu NBP obniżył się w 2Q 2026 r. **W świetle tych przeciwstawnych sygnałów oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego po odsezonowaniu będzie kształtować się w pobliżu 6,0% do końca 2026 r.** Zaznaczamy, że w przypadku ewentualnej negatywnej niespodzianki, skala wzrostu bezrobocia byłaby niewielka.

Rynek pracy – Po spowolnieniu w I połowie 2026 r. dynamika płac w gospodarce powinna się stabilizować

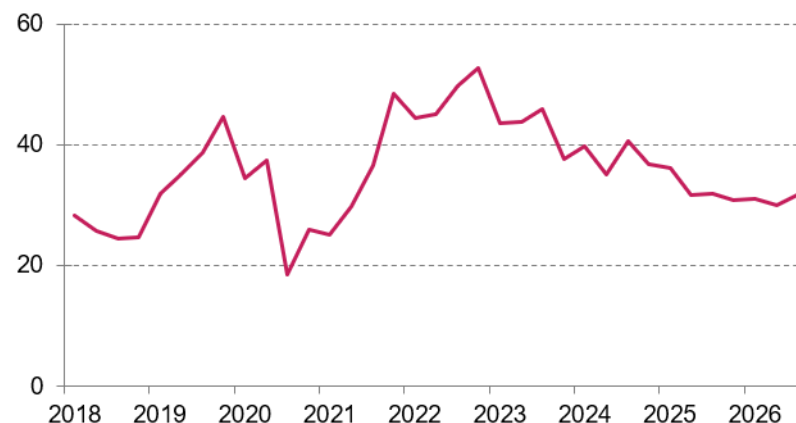
Udział funduszu wynagrodzeń oraz nadwyżki operacyjnej brutto i dochodu mieszanego w PKB (%)



Roczna dynamika płac w gospodarce narodowej i płacy minimalnej (%)



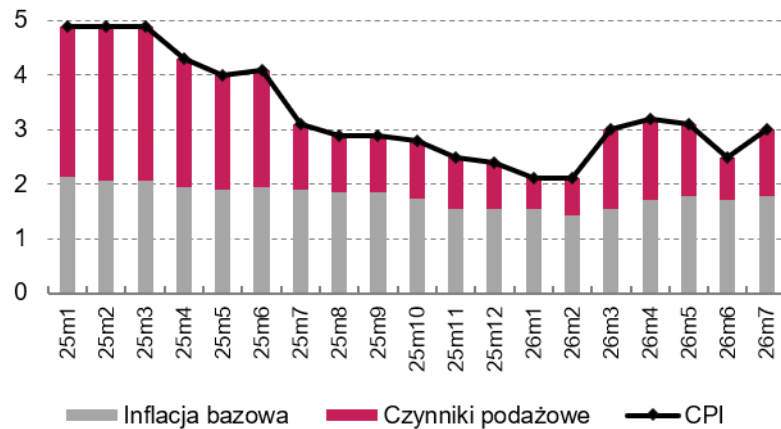
Udział przedsiębiorstw planujących podwyżki płac w horyzoncie 12 miesięcy (sa, %)



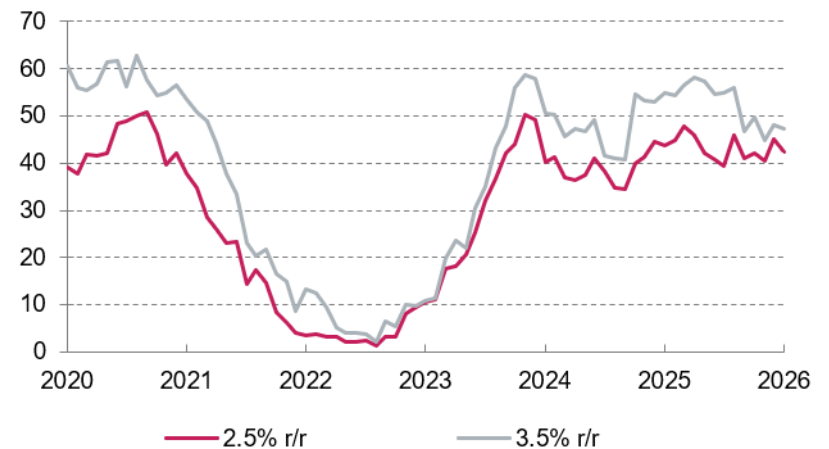
- **Zgodnie z oczekiwaniami z końca 2025 r. I poł. 2026 r. przyniosła spowolnienie wzrostu wynagrodzeń w gospodarce narodowej względem 2025 r.**, kiedy dynamika płac wyniosła średnio 8,8% r/r. W 1Q 2026 wzrost wynagrodzeń ukształtował się na 6,7% r/r, a w 2Q 5,5% r/r (najwolniej od 2020 r.). Dane te są spójne z obserwowanym w tym okresie obniżeniem popytu na pracę. Spowolnienie wzrostu wynagrodzeń względem 2025 r. objęło niemal wszystkie sektory gospodarki, a nieliczne wyjątki dotyczyły branż usługowych. Jednocześnie dynamika płac realnych pozostawała dodatnia, utrzymując konsumpcję jako jeden z motorów wzrostu PKB.
- **Spodziewamy się, że II poł. roku przyniesie zahamowanie spadkowej tendencji dynamiki płac.** Z jednej strony gospodarka krajowa oraz strefa euro okazały się odporne na szok energetyczny, a szybko rosnące inwestycje sprzyjają utrwalaniu ożywienia gospodarczego. Z drugiej strony jednak, udział kosztów pracy w PKB istotnie nie spada oraz nie wszystkie sektory są beneficjentami ożywienia inwestycji. Ponadto konkurencja ze strony gospodarek azjatyckich nadal będzie wywierała presję na marże. **W rezultacie oczekujemy relatywnie stabilnej dynamiki wynagrodzeń w drugiej połowie 2026 r. (średnio 5,8% r/r w II poł. wobec 6,1% w I poł. br.),** co pozostaje spójne z wynikami Szybkiego Monitoringu NBP dotyczącymi stabilnego odsetka przedsiębiorstw planujących podwyżki płac. W 2027 r. nieco niższa inflacja, wygasający KPO oraz relatywnie niewielki wzrost płacy minimalnej mogą sprzyjać łagodnemu obniżeniu dynamiki wynagrodzeń.

Inflacja – Szok na rynku surowców energetycznych zwiększył inflację, jednak w mniejszej skali niż obawiano się na początku konfliktu.

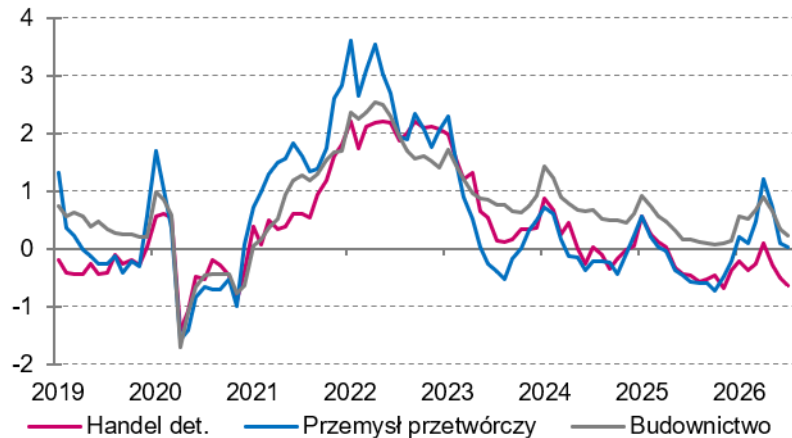
Inflacja CPI (% r/r) i jej struktura (pkt. proc.)



Inflacja HICP w Polsce – w jakiej części koszyka inflacyjnego ceny rosły nie szybciej niż 2,5% i 3,5% (%)



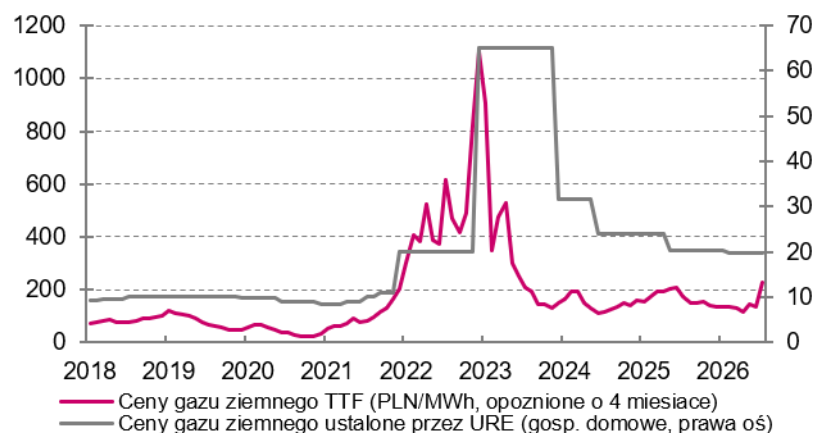
Wskaźniki spodziewanych cen (dane zestandaryzowane)



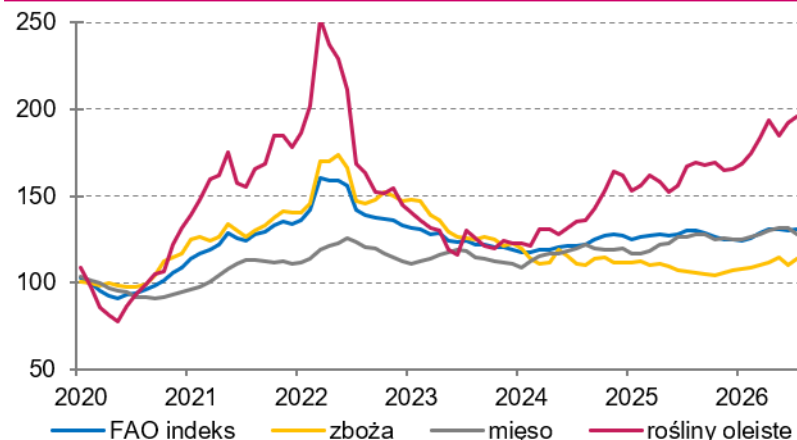
- **Konflikt na Bliskim Wschodzie i wzrost cen surowców energetycznych pogorszyły perspektywy inflacji, choć w skali znacznie mniejszej niż obawiano się na początku konfliktu.** Średnio w roku 2026 inflacja CPI wyniesie w naszej ocenie 3,1% r/r, podczas gdy na początku roku prognozowaliśmy 2,5% r/r. Wpływ szoku na rynku surowców energetycznych na krajową inflację złagodził przejściowo rządowy pakiet Ceny Paliw Niżej, który obowiązywał w okresie marzec-czerwiec, a w ograniczonym zakresie został reaktywowany na drugą połowę sierpnia br.
- Wzrost cen skupiony był w obszarach bezpośrednio powiązanych z cenami paliw (bilety lotnicze, turystyka zorganizowana). Wzrost cen ropy naftowej w niewielkiej skali rozlał się na pozostałe towary i usługi. Ograniczonemu przenoszeniu wyższych cen paliw na inne kategorie koszyka inflacyjnego sprzyjał słabszy popyt konsumpcyjny, bardziej zrównoważony wzrost gospodarczy oraz niższa skala napięć na rynku pracy niż w latach 2022-2024. W rezultacie inflacja bazowa utrzymała się w przedziale celu NBP, a udział koszyka inflacyjnego ze wzrostem cen nie przekraczającym 2,5% i 3,5% nie uległ istotnym zmianom.
- Wskaźniki spodziewanych cen w badaniach koniunktury wskazują na ograniczoną presję cenową ze strony popytu. W rezultacie, wraz z wygaśnięciem wpływu szoku energetycznego, inflacja CPI w II poł. 2027 r. powinna stopniowo powracać w kierunku celu banku centralnego.

Inflacja – Skala szoku energetycznego czynnikiem niepewności dla ścieżki inflacji w kolejnych miesiącach

Ceny gazu ziemnego TTF oraz ceny taryfowe URE



Indeks cen żywności FAO (pkt)



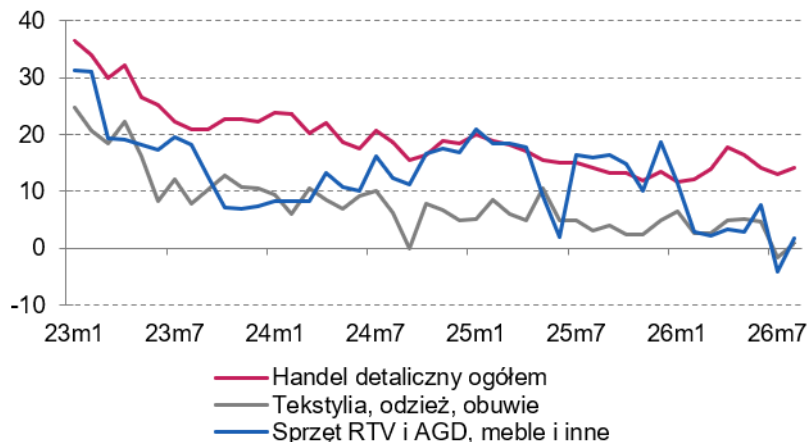
Indeks cen producenta w Polsce i w Chinach (% r/r)



- **Głównym czynnikiem ryzyka dla inflacji na 2027 r. jest przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie i wzrost cen nośników energii, w szczególności cen gazu ziemnego,** które obecnie (kontrakt Dutch TTF) są o 150% wyższe niż przed atakiem USA i Izraela na Iran. Rosnącym cenom gazu ziemnego towarzyszy wzrost cen oleju opałowego, czy peletu. W naszej ocenie wpłynie to na ceny energii elektrycznej dla gosp. domowych w 2027 roku, które będą ustalone przez URE pod koniec tego roku. Przy założeniu, że ceny nośników energii wzrosną na początku 2027 r. o ok. 4%, inflacja CPI przekroczy 4% r/r na początku 2027 i do celu NBP powróci w II poł. 2027 r. W rezultacie średnioroczna inflacja CPI w 2027 r. może wzrosnąć do 3,3% r/r z oczekiwanych 3,1% w 2026 r.
- Źródłem niepewności dla krajowej inflacji jest też kształtowanie się cen żywności. **Tendencje na rynkach międzynarodowych sugerują, że utrzymanie dezinflacji cen żywności w kolejnych kwartałach będzie trudne,** dotyczy to szczególnie roślin olejnych. Dodatkową presję na ceny żywności mogą wywierać niekorzystne warunki pogodowe i ryzyko niższych zbiorów. Widoczny jest też wzrost kosztów produkcji rolniczej, m.in. ze względu na wyższe ceny nawozów, co może przełożyć się na wyższe ceny skupu.
- Dezinflacji cen towarów sprzyjać będzie konkurencja z krajów azjatyckich, choć zakończenie deflacji cen konsumentów i cen producentów w Chinach, może zmniejszyć jej siłę.

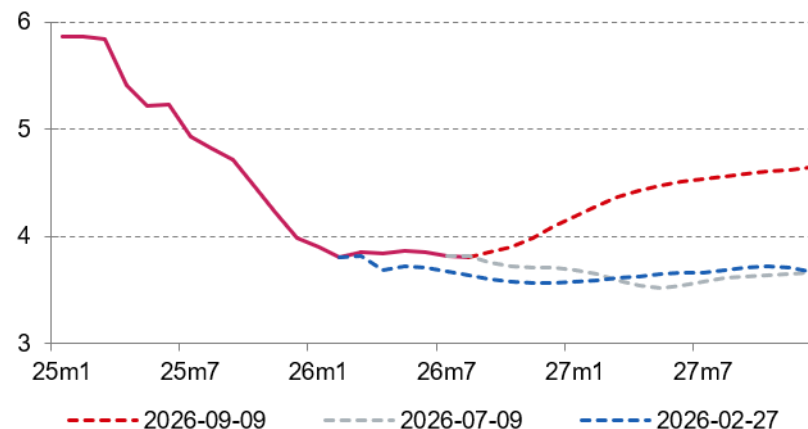
Polityka monetarna – Perspektywa obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej oddala się. Niepewność co do ścieżki stóp procentowych pozostaje wysoka.

Wskaźniki oczekiwanych cen przez firmy z handlu detalicznego (sa, pkt)



- Rada Polityki Pieniężnej 4 marca obniżyła stopę referencyjną do **3,75%**, mimo że wybuch konfliktu na Bliskim Wschodzie 28 lutego doprowadził do osłabienia złotego i wzrostu cen paliw. Szok energetyczny trafił jednak na bardziej zrównoważoną gospodarkę niż w 2022 r. Inflacja utrzymała się w celu NBP, co pozwoliło Radzie pozostawić stopy procentowe bez zmian w kolejnych miesiącach.
- Na konferencji prasowej po wrześniowym posiedzeniu RPP Prezes A. Głapiński powtórzył czynniki, które będą decydować o ścieżce inflacji i stóp procentowych w najbliższych miesiącach: ceny surowców energetycznych, koniunktura w krajowej gospodarce, sytuacja na rynku pracy oraz polityka fiskalna. Naszym zdaniem do końca 2026 r. żaden z tych czynników nie dostarczy mocnych argumentów za obniżką stóp proc. **Dlatego oczekujemy utrzymania stopy referencyjnej NBP na poziomie 3,75% do połowy 2027 r.** Kolejny ruch RPP będzie uzależniony od rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie. **W naszej ocenie kolejnym ruchem RPP będzie cięcie stóp procentowych. Stabilizacja sytuacji na rynkach surowców energetycznych i scenariusz stopniowego spadku inflacji w II poł. 2027 r. w warunkach wyhamowania dynamiki płac, może dać przestrzeń do cięcia stóp proc. w II poł. 2027 r.**

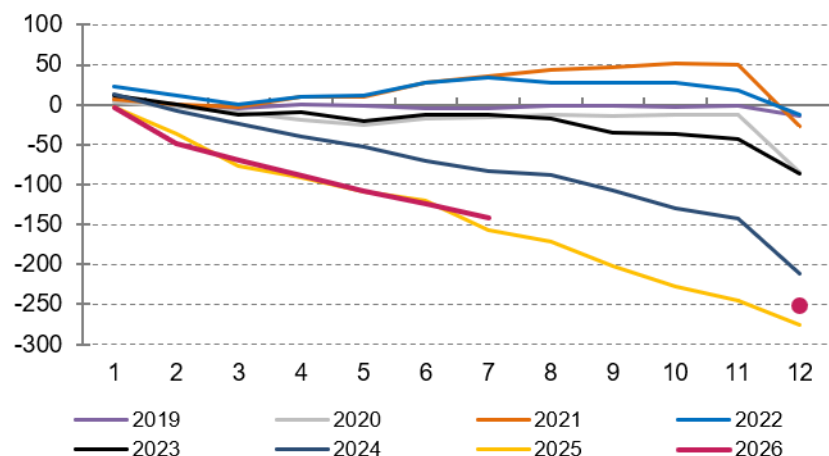
WIBOR 3M i jego wycena według rynków finansowych (%)



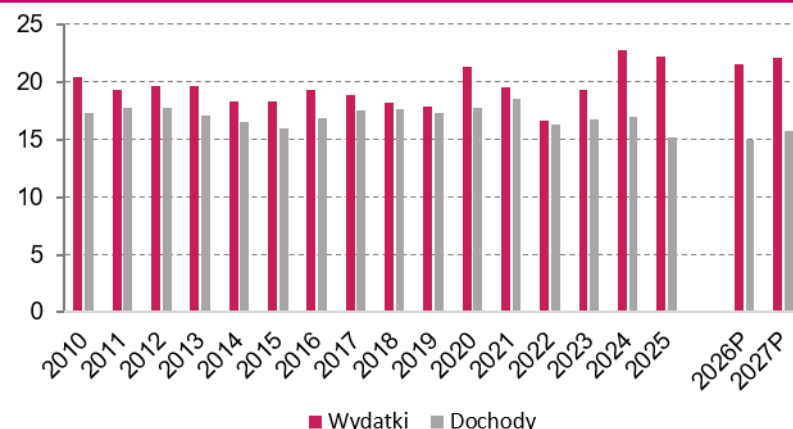
- Według naszych prognoz inflacja CPI w najbliższych miesiącach przekroczy górną granicę odchyień inflacji od celu, w głównej mierze ze względu na niekorzystne tendencje na rynku surowców energetycznych. Z tego powodu **rynk finansowe wyceniają scenariusz zakładający niemal trzy podwyżki stóp po 25 pb w perspektywie najbliższych 12 miesięcy. Oceniamy ten scenariusz jako zbyt agresywny.** W naszej ocenie, biorąc pod uwagę przejściowy charakter wzrostu inflacji, wywołanej w głównej mierze czynnikami zewnętrznymi, RPP nie będzie spieszyła się z zacieśnianiem polityki pieniężnej.
- Taki scenariusz mógłby się zrealizować w warunkach wyraźnego przyspieszenia inflacji, wzrostu dynamiki płac lub skokowego wzrostu cen energii. Szczególnie wzrost dynamiki płac może być dla RPP sygnałem narastania spirali cenowo-płacowej i motywem do zacieśnienia polityki pieniężnej. W obecnych uwarunkowaniach ryzyko takiego scenariusza jest w naszej ocenie ograniczone. Z tego też powodu bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest w naszej ocenie stabilizacja stóp proc. do połowy 2027 r. **W warunkach wysokiej niepewności co do sytuacji na rynku surowców energetycznych, wysoką niepewnością obarczone są też prognozy ścieżki stóp procentowych.**

Polityka fiskalna – Zgodnie z ustawą budżetową deficyt budżetowy w 2026 r. wyniesie 271,6 mld PLN. W roku 2027 wzrośnie do nowego historycznie wysokiego poziomu. Brak planów konsolidacji fiskalnej.

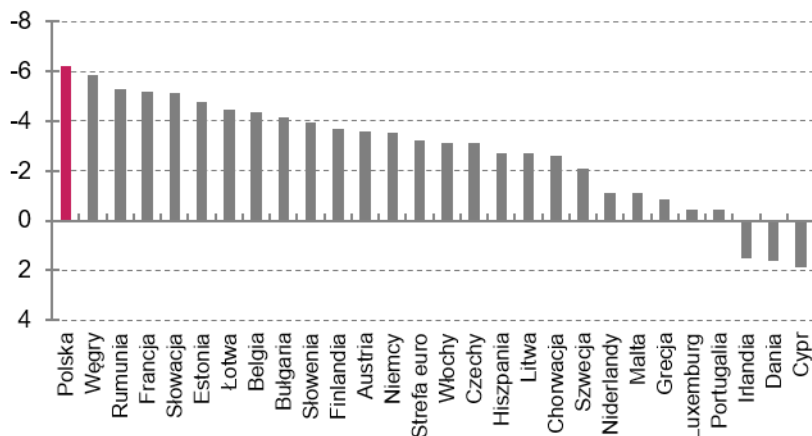
Deficyt budżetu państwa (mld PLN, narastająco od początku każdego roku)



Dochody i wydatki budżetu państwa (% PKB)



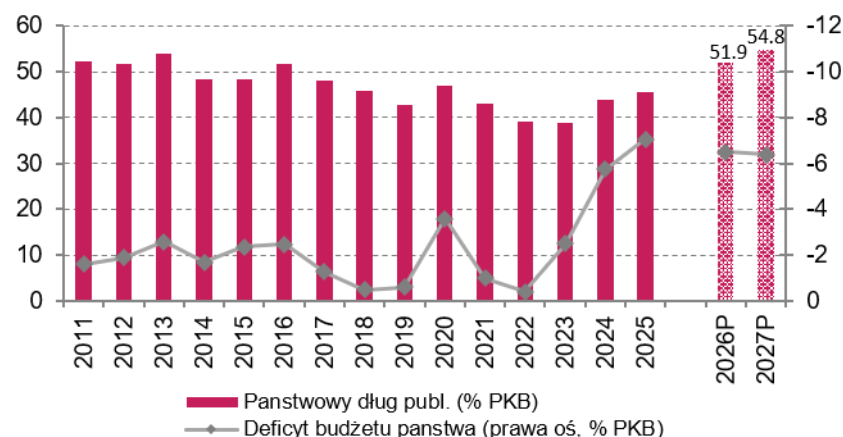
Saldo fiskalne dostosowane cyklicznie (prognoza Komisji Europejskiej na 2027 r., % PKB)



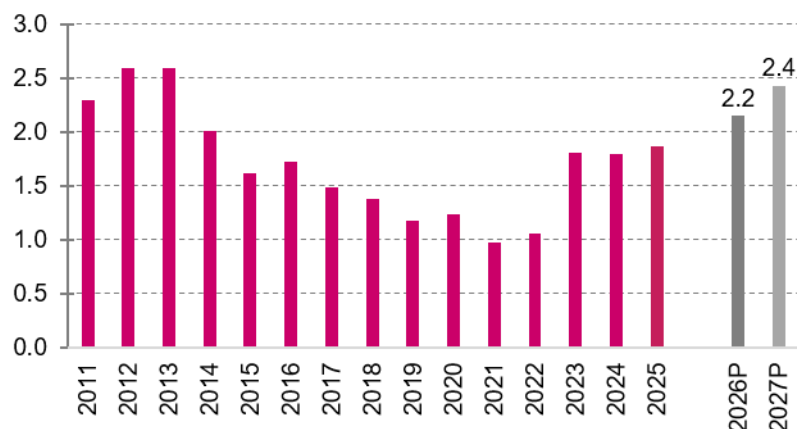
- Po lipcu tego roku deficyt budżetu państwa wyniósł 141,06 mld PLN czyli 51,9% planu na cały rok. Nieco gorzej od oczekiwań realizowane są dochody, co częściowo jest związane z wprowadzeniem programu CPN (Ceny Paliwa Niżej), który ograniczył wpływy z akcyzy i podatku VAT. Łączne dochody budżetu mogą być w tym roku o 20,6 mld PLN niższe niż założono w ustawie budżetowej. W opinii ministra finansów deficyt budżetu w tym roku powinien być zrealizowany w kwocie przyjętej w ustawie tj. 271,7 mld PLN, co oznacza spodziewane ograniczenia wydatków w analogicznej kwocie.
- W przyjętym projekcie budżetu na 2027 r. rząd założył deficyt na poziomie 282 mld PLN wobec 271,7 mld PLN planowanego na ten rok. **Deficyt sektora finansów publicznych natomiast zakładany jest na poziomie 7,1% PKB, tyle samo co spodziewane wykonanie w tym roku. Oznacza to, że projekt budżetu nie zawiera działań w kierunku konsolidacji.** Uwzględnia on propozycje podwyżki stawki podatku CIT oraz ograniczenie limitu dochodów dla rozliczeń podatku na zasadach ryczaftu, których realizacja obciążona jest ryzykiem ze względu na możliwe weto prezydenta.
- Należy podkreślić, że **wysoki deficyt w Polsce osiągniany jest w warunkach dobrej koniunktury gospodarczej.** Według prognoz Komisji Europejskiej Polska w 2027 r. będzie miała najwyższy w UE deficyt skorygowany o czynniki cykliczne (6,1% PKB).

Polityka fiskalna – Projekt budżetu na 2027 r. zakłada dalszy silny wzrost długu publicznego

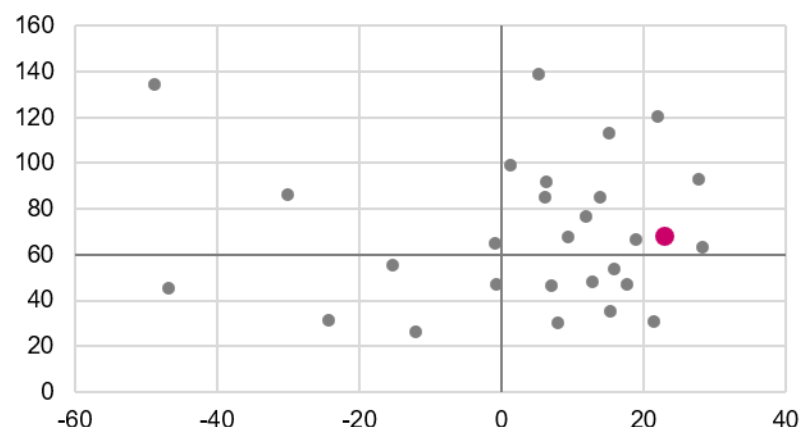
Deficyt budżetu państwa i państwowy dług publiczny (% PKB)



Koszt obsługi długu Skarbu Państwa (% PKB)



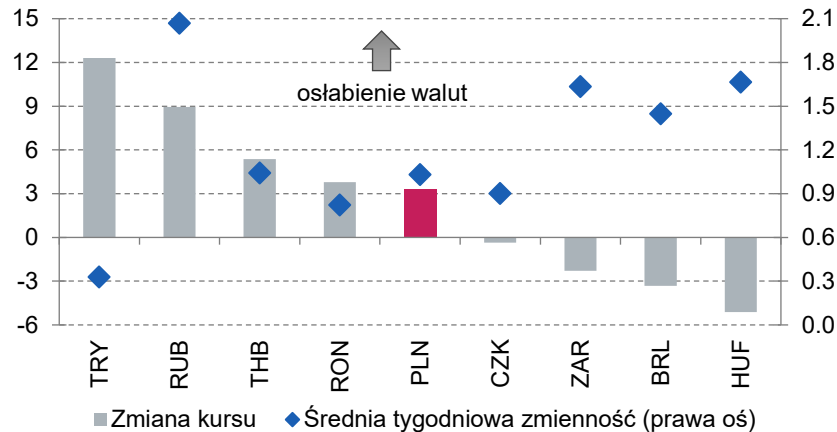
Dług sektora general government w krajach UE w 2027 r. i jego zmiana względem 2019 r. (% PKB, prognoza KE)



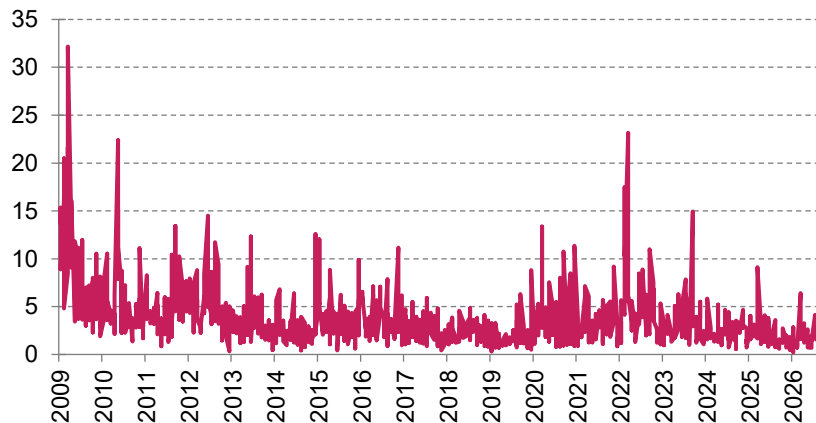
- Według projektu budżetu na 2027 r. deficyt sektora finansów publicznych trzeci rok z rzędu przekraczać będzie 7% PKB. Oznacza to **dalszy silny wzrost długu publicznego**. Dług sektora general government ma wzrosnąć w 2027 r. do 69,5% PKB (wzrost o niemal 20% PKB w ostatnich pięciu latach), lokując Polskę w gronie najsilniej zadłużających się krajów. Według założeń budżetowych relacja państwowego długu publicznego powinna utrzymać się poniżej progu ostrożnościowego 55% PKB, jednak jego przekroczenie w 2028 r. wydaje się niemal przesądzone.
- W ślad za rosnącym długiem, rosną też koszty jego obsługi. W 2027 r. koszty obsługi zadłużenia wyniosą 107 mld PLN, tj. 2,4% PKB. To równowartość niemal połowy łącznych wydatków na obronę narodową!
- Projekt budżetu na 2027 r. nie ostudzi obaw agencji ratingowych o stabilność finansów publicznych.** Szczególnie w warunkach prognozowanego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Dodatkowo, podejmowaniu działań ograniczających wzrost długu nie sprzyja kalendarz wyborczy. Utrzymanie wysokiego deficytu fiskalnego ogranicza przestrzeń do wykorzystania polityki fiskalnej jako narzędzia wsparcia koniunktury w przypadku negatywnego szoku ekonomicznego. To wyjątkowo niekorzystna sytuacja w warunkach utrzymującej się wysokiej niepewności i niestabilności otoczenia geopolitycznego.

Rynek walutowy EUR/PLN – Złoty wciąż odporny na zawirowania geopolityczne, chociaż mniej niż w poprzednich latach

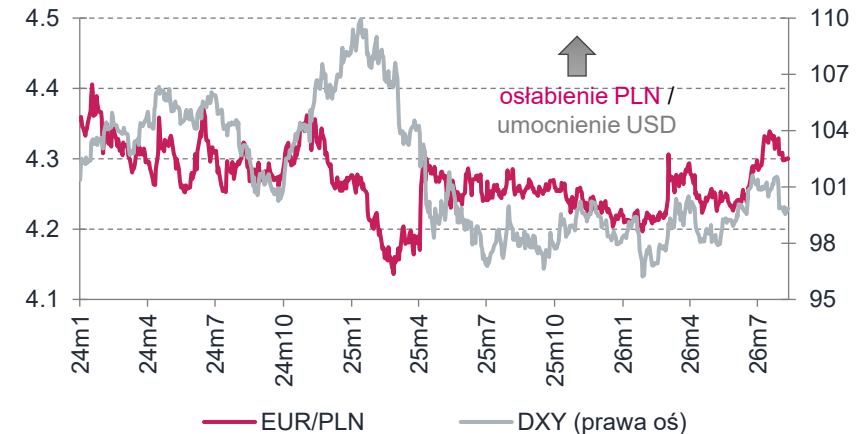
Zmiana kursu wybranych walut do USD od początku 2026 i średnia tygodniowa zmienność kursu (%)



Tygodniowy zakres wahań kursu EUR/PLN (grosze)



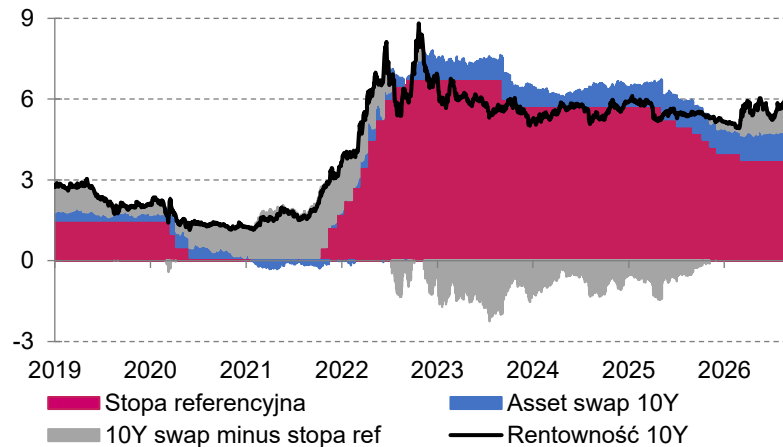
Kurs EUR/PLN i indeks dolarowy DXY



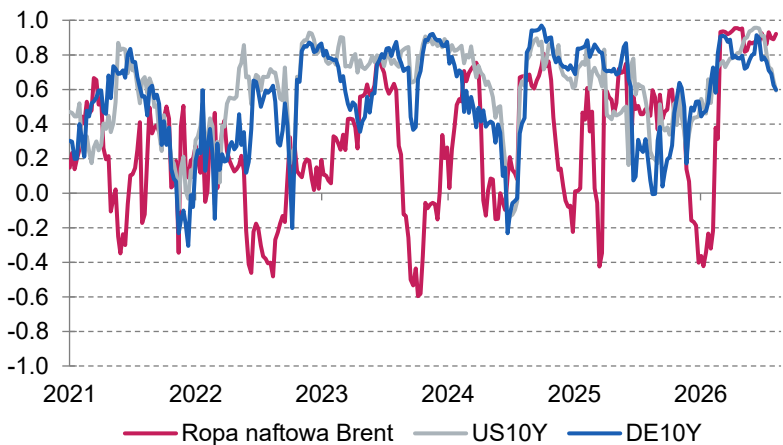
- Napięcie geopolityczne i obawy inflacyjne rozbudzone przez wybuch wojny USA-Iran, doprowadziły do złamania psychologicznego poziomu 4,30 przez kurs EUR/PLN i przejściowego wzrostu do nawet 4,35. Kurs EUR/USD także reagował na czynniki geopolityczne, chociaż ogólnie pozostawał relatywnie stabilny.
- W 2026 roku powróciła na rynek ujemna korelacja złotego z dolarem** (silniejszy dolar przekłada się na słabszego złotego). W chwilach większego napięcia inwestorzy uciekali od walut rynków wschodzących, do bezpiecznej przystani, którą pozostaje dolar. Niemniej zmienność notowań złotego pozostaje niska. Osłabienie złotego także nie było duże na tle innych walut rynków wschodzących, pomimo dużego uzależnienia polskiej gospodarki od importu surowców energetycznych. Czynnikiem stabilizującym złotego były niewątpliwie mocne fundamenty polskiej gospodarki i silny wzrost PKB, wsparty dodatkowo napływem środków europejskich.
- W najbliższych kwartałach perspektywy polityki monetarnej na świecie pozostają w naszej ocenie neutralne dla złotego.** Rynkowa wycena ścieżki stóp proc. jest jastrzębia zarówno w Polsce, jak i w strefie euro. Jednocześnie psychologiczny poziom 4,30 może stać się punktem zakotwiczenia dla EUR/PLN. Czynniki geopolityczne są w naszej ocenie wciąż głównym ryzykiem dla notowań złotego.

Rynek obligacji krajowych – Czynniki globalne pchały rentowności polskich obligacji w górę w 2026 roku. Wycenie krajowego długu nie pomaga wysoka podaż obligacji.

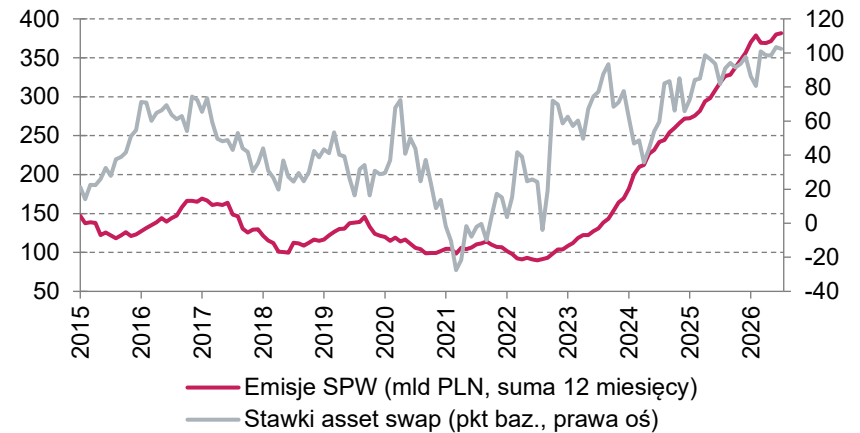
Dekompozycja rentowności 10-letniej obligacji (%)



10-tyg. korelacja tygodniowych zmian rentowności PL10Y z ropą naftową i rentownością obligacji bazowych



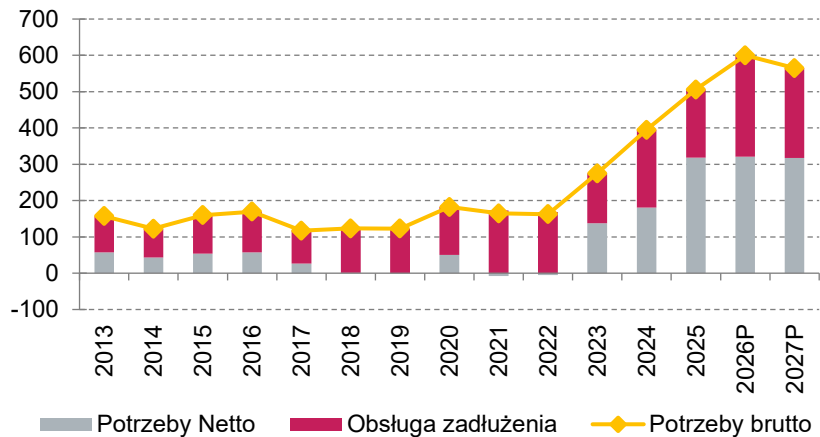
Emisje SPW na rynku krajowym a stawka asset swap dla 10-letniej obligacji



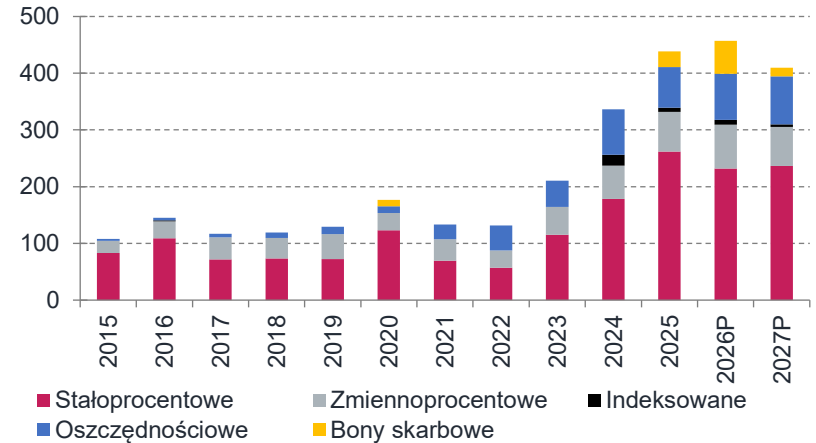
- **Rentowności polskich obligacji silnie wzrosły w 2026 roku.** Na początku września rentowność krajowej 10-latki wynosiła 6,20% i była o 120 pkt baz. wyższa niż w lutym. W czerwcu rentowności spadły przejściowo, jednak wraz z powrotem działań wojennych do Zatoki Perskiej rentowności ponownie zaczęły rosnąć w sierpniu. Ruchy wynikały głównie ze zmiany wyceny przyszłych stóp procentowych. 10-letnia stawka IRS wzrosła o ponad 90 pkt baz. w stosunku do początku 2026 roku.
- **Czynniki decydujące o kierunkach ruchu rentowności polskich SPW miały w 2026 roku charakter globalny.** Konflikt na Bliskim Wschodzie wywołał wzrosty cen surowców energetycznych, rozbudził obawy inflacyjne i zmienił perspektywę polityki monetarnej. Z tego też powodu od początku konfliktu rentowność polskiej 10-letniej obligacji jest silnie skorelowana z ruchami cen ropy naftowej (współczynnik korelacji dla tygodniowych zmian sięga 0,9). Wzrosły ceny ropy zwiększają oczekiwania co do ścieżki stóp proc., ale zwiększają też awersję do ryzyka. **Obecna wycena rynkowa zakłada podwyżki stóp proc. w Polsce jeszcze w tym roku. W naszej ocenie są to zbyt jastrzębie oczekiwania.**
- Wycenie krajowych obligacji nie pomaga też wysoka ich podaż. Choć **wzrost stawek asset swap polskich obligacji był w 2026 r. umiarkowany, to utrzymują się one na historycznie wysokich poziomach.** W 2027 r. nie oczekujemy ich istotnego spadku ze względu na wysokie podaże obligacji.

Potrzeby pożyczkowe – Deficyt fiskalny utrzyma się na wysokim poziomie, natomiast potrzeby pożyczkowe i emisje obligacji Na krajowym rynku będą nieco niższe w wyborczym 2027 roku

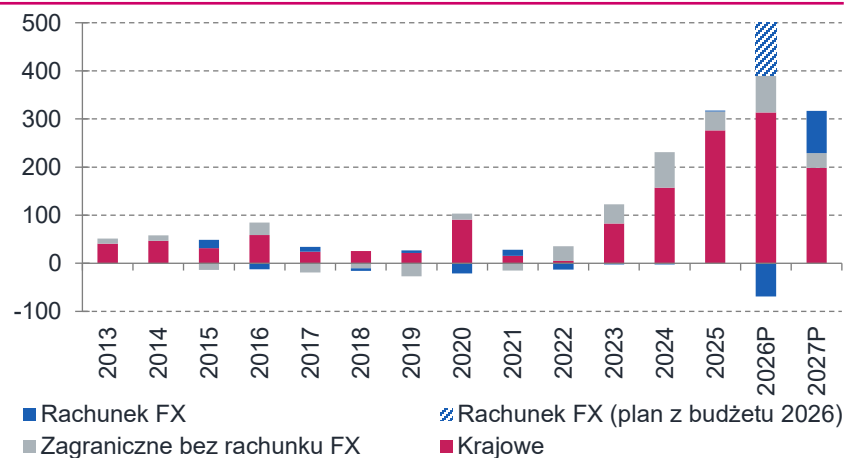
Dekompozycja potrzeb pożyczkowych brutto (mld PLN)



Struktura przychodów z emisji SPW na rynku krajowym (mld PLN)



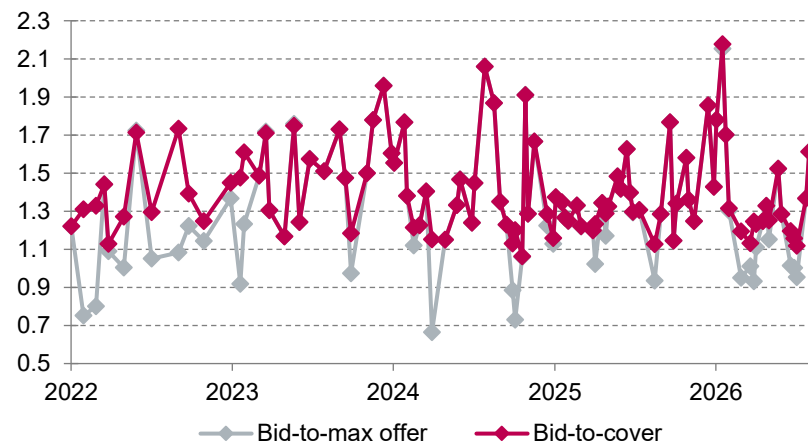
Finansowanie krajowe i zagraniczne (mld PLN)



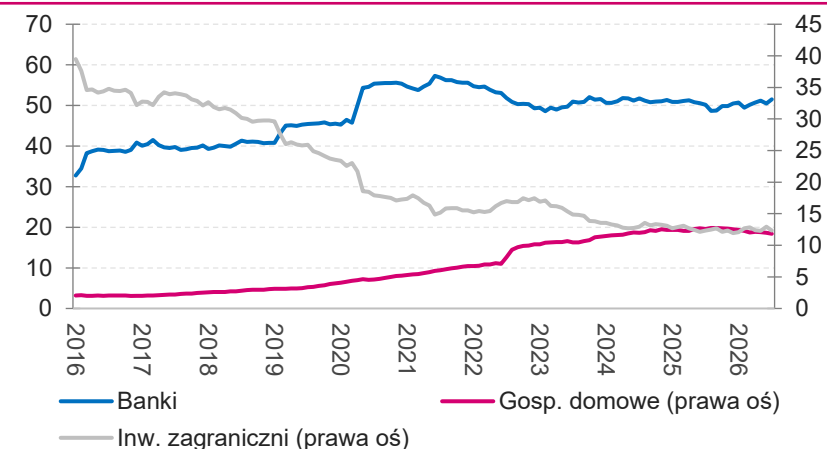
- Rekordowo wysoki deficyt budżetu państwa przekłada się na utrzymanie potrzeb pożyczkowych na bardzo wysokim poziomie. W ujęciu netto mają one wynieść w 2027 r. 317,1 mld PLN wobec oczekiwanych 320,6 mld PLN w 2026 r. Spadek potrzeb pożyczkowych względem bieżącego roku wynika przede wszystkim z istotnego ograniczenia wartości udzielanych kredytów i pożyczek. W 2026 r. pozycja ta była bowiem przejściowo podwyższona w związku z finansowaniem projektów realizowanych w ramach Krajowego Planu Odbudowy (KPO).
- **Z punktu widzenia inwestorów na krajowym rynku długu istotną informacją jest planowany spadek finansowania na rynku krajowym.** W ujęciu netto emisje papierów skarbowych mają wynieść 198,1 mld PLN wobec 245,5 mld PLN planowanych w tym roku. Podobnie jak w latach poprzednich dominującą część emisji papierów skarbowych będą stanowiły obligacje stałoprocentowe. Ministerstwo finansów zakłada zerowe saldo emisji bonów skarbowych. W planie finansowym założono także utrzymanie wysokich przychodów z emisji obligacji oszczędnościowych – 84,3 mld PLN w 2027 r. Pomimo wysokich potrzeb pożyczkowych presja na krajowy rynek długu może być w tym roku nieco mniejsza. Nie zmienia to jednak faktu, że krajowy rynek papierów skarbowych pozostawać będzie pod presją wysokich podaży obligacji także w 2027 r.

Potrzeby pożyczkowe – Sytuacja na rynkach globalnych oraz rekordowe emisje wprowadzają napięcie na rynek długu. Popyt na polski dług słabnie w sytuacji podwyższonej zmienności.

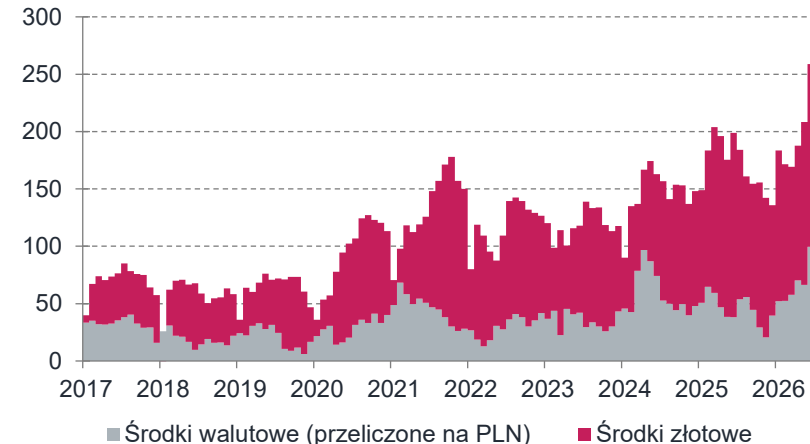
Bid-to-cover i bid-to-max offer na aukcjach sprzedaży polskich obligacji skarbowych



Udział banków, gosp. domowych i inwestorów zagranicznych w portfelu krajowych SPW (%)



Środki zgromadzone na rachunkach budżetowych (mld PLN, stan na koniec miesiąca)



- **Za wysokimi potrzebami pożyczkowymi idą rekordowe emisje SPW.** W tym roku odbyły się przetargi sprzedaży obligacji ze słabymi wskaźnikami popytu, a stosunek popytu do deklarowanej maksymalnej podaży (bid-to-max offer) spadał regularnie poniżej 1. Warto jednak zauważyć, że miało to miejsce w marcu, kwietniu i lipcu, czyli w epizodach napięcia na globalnych rynkach długu. Jednocześnie w sierpniu, pomimo braku poprawy sytuacji, popyt już był pokaźny, szczególnie dla obligacji często kupowanych przez banki.
- Warto zwrócić też uwagę że od początku 2025 roku udział 3 największych grup posiadaczy SPW (banki, gosp. dom. i inw. zagraniczni) ustabilizował się. Sugeruje to, że rynek mógł osiągnąć pewien stan równowagi, w którym finansowanie krajowe jest dominujące. W okresie styczeń-lipiec 2026 banki zwiększyły swój portfel SPW o 98,3 mld PLN. Popyt ze strony banków będzie się utrzymywał, ze względu na wysoką płynność sektora.
- **Jednocześnie Ministerstwo Finansów utrzymuje dużą poduszkę płynnościową (228,9 mld PLN w lipcu), która umożliwia elastyczne zarządzanie podażą długu,** szczególnie w warunkach napięcia na rynku. **Ryzyko problemów z finansowaniem potrzeb pożyczkowych nie jest w naszej ocenie wysokie,** choć w epizodach wzrostu napięcia i zmienności rynkowej, mogą pojawić się przejściowe ograniczenia po stronie popytu.

Dane i prognozy

		2024	2025	2026	2027	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
PKB	% t/r	3.2	3.6	3.7	2.9	2.5	3.6	3.0	3.7	3.2	3.3	3.8	4.1	3.5	3.9	3.7	3.8	3.5	3.1	2.8	2.6
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% t/r	2.9	3.7	3.1	2.9	3.7	4.1	0.2	3.6	2.6	4.5	3.5	4.3	3.3	2.8	3.2	2.9	3.1	2.9	2.8	2.8
Inwestycje w środki trwałe	% t/r	0.4	4.4	6.6	4.4	5.2	6.3	-1.4	-3.8	5.9	-2.5	6.8	6.6	2.4	8.4	8.9	10.8	6.3	4.8	2.8	0.4
Inflacja CPI	% t/r	3.6	3.6	3.1	3.3	2.8	2.5	4.5	4.8	4.9	4.1	3.0	2.5	2.4	2.9	3.4	3.7	3.8	3.6	3.0	2.7
Inflacja bazowa	% t/r	4.3	3.3	3.2	3.2	5.4	3.8	3.9	4.1	3.6	3.4	3.2	2.8	2.6	3.0	3.3	3.7	3.7	3.4	2.9	2.6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.1	5.7	6.0	6.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.4	5.1	5.6	5.7	6.1	5.8	5.9	6.0	6.2	5.9	5.9	6.0
Place w gospodarce narodowej	% t/r	14.3	8.8	5.9	5.4	14.4	14.7	13.4	12.4	10.0	8.8	7.5	8.5	6.7	5.5	6.1	5.4	5.4	5.6	5.4	5.3
Saldo C/A	% PKB	0.3	-0.9	-1.5	-1.6	1.5	1.3	0.7	0.3	-0.4	-0.7	-0.9	-0.9	-0.7	-1.0	-1.2	-1.5	-1.7	-1.7	-1.6	-1.6
Saldo sektora general government	% PKB	-6.4	-7.3	-7.0	-6.9	-	-	-	-6.4	-	-	-	-7.3	-	-	-	-7.0	-	-	-	-6.9
Stopa referencyjna	%, k.o.	5.75	5.75	3.75	3.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	4.75	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50
WIBOR 1M	%, k.o.	5.82	5.85	3.80	3.55	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.35	4.81	4.04	3.81	3.78	3.80	3.80	3.80	3.80	3.55	3.55
WIBOR 3M	%, k.o.	5.84	5.84	3.74	3.58	5.88	5.85	5.85	5.84	5.84	5.23	4.72	3.99	3.85	3.85	3.74	3.74	3.74	3.71	3.58	3.58
WIBOR 6M	%, k.o.	5.80	5.76	3.79	3.63	5.86	5.86	5.85	5.80	5.76	5.04	4.58	3.87	3.89	3.90	3.79	3.79	3.78	3.72	3.63	3.63
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	5.17	5.07	4.12	3.64	5.14	5.13	4.76	5.17	5.07	4.60	4.26	3.82	4.59	4.08	4.31	4.12	3.99	3.86	3.72	3.64
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	5.90	5.72	5.82	5.31	5.43	5.74	5.24	5.90	5.72	5.45	5.46	5.17	5.90	5.27	6.01	5.82	5.67	5.58	5.44	5.31
EUR/PLN	k.o	4.27	4.18	4.29	4.27	4.30	4.31	4.28	4.27	4.18	4.24	4.27	4.23	4.29	4.30	4.30	4.29	4.28	4.28	4.27	4.27
USD/PLN	k.o	4.10	3.86	3.76	3.62	3.99	4.03	3.82	4.10	3.86	3.62	3.63	3.60	3.74	3.77	3.71	3.76	3.78	3.79	3.71	3.62
EUR/USD	k.o.	1.04	1.08	1.14	1.18	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.17	1.18	1.17	1.15	1.14	1.16	1.14	1.13	1.13	1.15	1.18
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.71	2.34	2.79	2.79	3.89	3.71	3.28	2.71	2.34	1.94	2.03	2.03	2.08	2.32	2.54	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79
SOFR 3M	%, k.o.	4.69	4.35	3.55	3.55	5.35	5.35	5.31	4.69	4.35	4.34	4.35	4.01	3.68	3.63	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Szare pola – prognozy Banku Millennium, k.o. - koniec okresu; * - średnio w okresie, kursy walutowe - fixing NBP
Prognozy Banku Millennium zostały sporządzone w oparciu o dane i informacje dostępne do dnia 10 września 2026 r.

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński

Ekonomista

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Antoni Zalewski

Analitik rynków finansowych

antoni.zalewski@bankmillennium.pl

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, w tym udzielonej w ramach doradztwa inwestycyjnego, podatkowego, prawnego; ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Została ona wydana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, czy dokonywania transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie stanowi ona analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nie stanowi ona również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, ani „badania inwestycyjnego” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 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 – w tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych. Informacje podane w analizie Banku nie uwzględniają indywidualnych okoliczności odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom. Niniejsza analiza nie powinna stanowić jedynej przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej przez odbiorcę. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do instrumentu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanej dokumentacji emisyjnej. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem straty, w tym całości wartości zainwestowanego kapitału, lub, w niektórych przypadkach, kwot przekraczających tę wartość. Fakty przedstawione w niniejszej analizie pochodzą oparte są na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne oraz na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte informacje nie były błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Informacje zawarte w tej analizie są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Bank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania. Bank nie udziela w odniesieniu do niniejszej analizy żadnych gwarancji, wyrażonych wprost ani dorozumianych, dotyczących jej przydatności do określonego celu. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych, indeksów lub wyników finansowych - nie stanowią one pewnego wskaźnika na przyszłość, w tym nawet co do podobnego zachowania instrumentów lub indeksów finansowych, gdyż wszelkie takie założenia są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Prezentowane informacje, czy przykłady użyte w niniejszym materiale mogą opierać się na przyjęciu pewnych założeń, np. co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. Z uwagi na to, że przyjęte teoretyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste wyniki związane z instrumentami, indeksami lub wskaźnikami finansowymi mogą istotnie odbiegać od prezentowanych założeń co do okoliczności mogących mieć wpływ na ich poziomy. Wszelkie odniesienia dotyczące poziomu kursów walutowych, cen surowców lub innych wskaźników ekonomicznych, nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te wskaźniki bazowe. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000010186; NIP 5260212931; kapitał zakładowy 1 213 116 777 złotych, w pełni opłacony.