

Biuletyn Makroekonomiczny



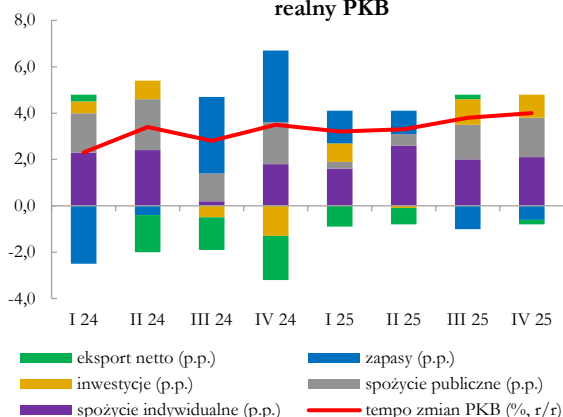
NUMER 3/2026

12 MARCA 2026 ROKU

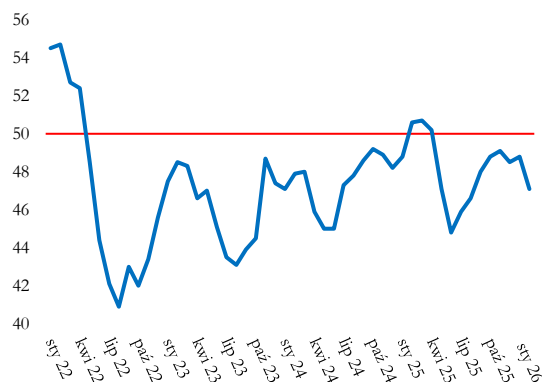
przegląd makroekonomiczny

Polska

Tempo wzrostu gospodarczego i skala wpływu poszczególnych kategorii na wzrost realny PKB



Wskaźnik koniunktury PMI dla polskiego sektora przemysłowego



Źródło: GUS, S&P Global.

w tym numerze:

Przegląd makroekonomiczny Polski

Przegląd makroekonomiczny świata

Rynek depozytowy w Polsce

Rynek międzybankowy

Rynek długu

Rynek walutowy

Rynek akcji

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Prognozy makroekonomiczne

1

2

4

4

4

5

5

6

6

• Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, **produkt krajowy brutto** niewyrównany sezonowo w IV kwartale 2025 r. zwiększył się realnie o 4,0% r/r. Na ten wzrost wpłynęło przede wszystkim zwiększenie popytu krajowego o 4,3% r/r. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych zwiększyło się o 4,2% r/r, a spożycie publiczne o 7,3% r/r. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 4,7% r/r. Stopa inwestycji wyniosła 22,3% wobec 22,4% rok wcześniej.

• W lutym 2026 r. **koniunktura gospodarcza** w badanych przez GUS sektorach w ujęciu wyrównanym sezonowo pogorszyła się w porównaniu z poprzednim miesiącem w przetwórstwie przemysłowym, handlu detalicznym oraz transporcie i gospodarce magazynowej. W ujęciu rocznym we wszystkich sektorach nastąpiła jednak poprawa. Najbardziej pesymistyczne oceny utrzymują się w budownictwie i przetwórstwie przemysłowym. Optymizm przeważa nieznacznie w handlu hurtowym oraz transporcie i gospodarce magazynowej, natomiast jest silny i umocnił się jeszcze w porównaniu do stycznia w zakwaterowaniu i gastronomii.

• Według GUS w lutym 2026 r. nastąpiła poprawa bieżących **nastrojów konsumenckich** i pewne pogorszenie prognoz. W porównaniu ze styczniem poprawiły się ocena przyszłej i obecnej sytuacji ekonomicznej kraju oraz przyszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. Pogorszyły się jednak oceny możliwości obecnego dokonywania ważnych zakupów oraz obecnej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego, a także prognozy oszczędzania pieniędzy oraz poziomu bezrobocia. Respondenci oczekiwali dalszego wzrostu cen w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy (71,6% wskazań wobec 72,3% miesiąc temu), a według 54,5% (56,3% miesiąc temu i 56,8% rok temu) wzrost miał być szybszy lub porównywalny z obecnym.

• **Wskaźnik PMI** dla polskiego sektora przemysłowego w lutym 2026 r. obniżył się z poziomu 48,8 pkt w styczniu do 47,1 pkt i pozostał poniżej neutralnego progu 50 pkt dziesiąty miesiąc z rzędu. W lutym nowe zamówienia spadły jedenasty miesiąc z rzędu, a tempo spadku przyspieszyło do najwyższego poziomu od lipca 2025 r. Napływ nowych zamówień eksportowych też osłabł, aczkolwiek w mniejszym stopniu. Producenci zmniejszyli produkcję, która spadła dziesiąty miesiąc z rzędu, choć tylko nieznacznie i w najwolniejszym tempie od listopada zeszłego roku. Zaległości produkcyjne spadły w najszybszym tempie od trzech miesięcy. Dodatkowo, inflacja kosztowa przyspieszyła: wzrosły ceny surowców, szczególnie metali i drewna. Producenci pozostali optymistyczni, oczekując ożywienia gospodarczego i poprawy warunków rynkowych.

• **Produkcja sprzedana przemysłu** w styczniu 2026 r. w cenach stałych, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób, według GUS okazała się niższa o 1,5% r/r o 6,0% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja była jednak wyższa o 0,4% r/r i niższa o 2,4% m/m. Odnotowano spadek w skali roku w produkcji dóbr zaopatrzeniowych i konsumpcyjnych trwałych (po 7,7%) oraz konsumpcyjnych nietrwałych (o 3,0%). Zwiększyła się produkcja dóbr inwestycyjnych (o 5,9%) oraz związanych z energią (o 3,3%). W ujęciu rocznym wzrost (w cenach stałych) nastąpił w 13 (spośród 34 i wobec 26 miesiąc temu) działach, m.in. w produkcji pozostałego sprzętu transportowego, w produkcji, naprawie, konserwacji i instalowaniu maszyn oraz urządzeń. Spadek wystąpił w 21 działach (8 miesiąc temu), m.in. w produkcji wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych, metali, chemikaliów i wyrobów chemicznych.

• **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w styczniu 2026 r. ponownie spadły, tym razem o 2,6% r/r i o 0,3% m/m. W skali roku spadek cen w przetwórstwie przemysłowym był jeszcze głębszy i sięgnął 2,9%. Najsilniej obniżyły się ceny w wytwarzaniu i przetwarzaniu koksu oraz produktów rafinacji ropy naftowej (o 10,7%, efekt niskich cen ropy), produkcji odzieży (o 6,9%), produkcji papieru i wyrobów z papieru (o 4,9%) i w produkcji napojów (o 4,3%).

• **Produkcja budowlano-montażowa** w cenach stałych w styczniu 2026 r., zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, była niższa o 12,8% r/r i o 65,2% m/m. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja była o 10,8% r/r i o 8,9% m/m niższa. Na wyniki sektora negatywnie wpłynęła mroźna zima i niekorzystne warunki meteorologiczne, utrudniające prowadzenie prac budowlanych.

• **Ceny produkcji budowlano-montażowej** w styczniu 2026 r. wzrosły o 4,0% r/r i o 0,6% m/m. W obu ujęciach najsłabiej rosły ceny w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej.

• Zgodnie z danymi GUS w styczniu 2026 r. w **budownictwie mieszkaniowym** oddano do użytkowania 14,7 tys. mieszkań, mniej o 8,0% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 8,6 tys. mieszkań – o 11,4% r/r mniej, natomiast inwestorzy indywidualni oddali ich 5,7 tys., o 1,0% r/r więcej. Liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (11,7 tys.) okazała się niższa o 14,0% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (5,8 tys.) – wyższa o 5,1% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 8,9 tys. mieszkań (o 29,6% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni – 2,9 tys. (o 30,6% r/r więcej). Mroźny styczeń zahamował aktywność budowlaną.

• Według GUS **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych w styczniu 2026 r. zwiększyła się o 4,4% r/r i spadła o 17,8% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż okazała się wyższa o 5,1% r/r i o 0,5% m/m. Sprzedaż rosła w skali roku we wszystkich grupach, poza kategorią „pojazdy samochodowe, motocykle, części” (spadek o 4,5%).

• Z danych GUS wynika, że **obroty towarowe handlu zagranicznego** w 2025 r. wyniosły w cenach bieżących 1 553,5 mld zł w eksporcie oraz 1 579,7 mld zł w imporcie. Ujemne saldo ukształtowało się na poziomie 26,3 mld zł. Eksport wzrósł o 2,0% r/r, a import o 3,9% r/r. Według NBP w grudniu 2025 r. wartość eksportu towarów wzrosła o 8,5% r/r do 115,6 mld zł. Wzrost wartości obrotów towarowych w grudniu 2025 r. okazał się najwyższy od blisko trzech lat. Największą zmianą w porównaniu z poprzednimi miesiącami był relatywnie duży wzrost w eksporcie towarów zaopatrzeniowych oraz części do środków transportu. Wartość importowanych towarów wzrosła o 8,9% r/r, osiągając poziom 125,3 mld zł. Największe wzrosty nastąpiły w imporcie dóbr inwestycyjnych, w tym przede wszystkim komputerów oraz towarów zaopatrzeniowych, w tym m.in. półproduktów z żelaza i stali. Duży deficyt w obrotach towarowych wynikał w dużym stopniu z czynników o charakterze sezonowym. W grudniu 2025 r. ukształtował się on na poziomie 9,7 mld zł.

• W styczniu 2026 r. przeciętne **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** (zatrudniających ponad dziewięć osób) spadło o 0,8% r/r i o 0,2% m/m. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto powiększyło się nominalnie o 6,1% r/r, malejąc o 6,1% m/m w wyniku braku premii i dodatkowych wypłat. Realny fundusz płac wzrósł trzydziesty miesiąc z rzędu, o 3,0% r/r.

• **Ceny towarów i usług konsumpcyjnych** w styczniu 2026 r., według wstępnego oszacowania GUS, były wyższe o 2,2% r/r i o 0,6% m/m. Dane ostateczne za styczeń 2026 r. opublikowane zostaną 13 marca 2026 r.

• **Podstawowe produkty rolne** w styczniu 2026 r. staniały o 4,5% m/m i o 8,4% r/r. W skupie w porównaniu z grudniem 2025 r. potaniały wszystkie rodzaje mięsa, jęczmień, owies i mleko. W skali roku zdrożało tylko bydło i drób.

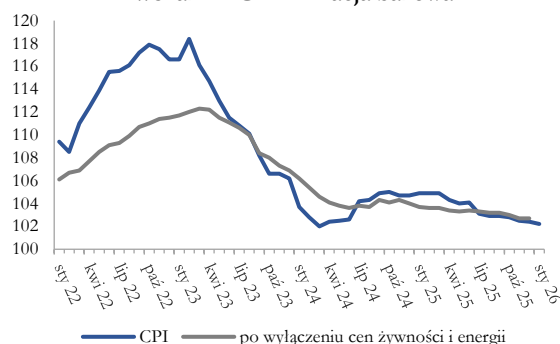
• W styczniu 2026 r. stan bankowych **kredytów złotych dla przedsiębiorstw niefinansowych** wzrósł o 2,3% m/m i o 11,6% r/r, wynosząc 312,1 mld zł. W skali miesiąca odnotowano wzrost stanu kredytów o charakterze inwestycyjnym o 0,9% i o charakterze bieżącym – aż o 3,8%. Stan **kredytów złotych dla gospodarstw domowych** urosł o 0,5% m/m i o 7,2% r/r, prawie tak samo, jak w grudniu ub.r., osiągając 783,9 mld zł. W skali miesiąca stan złotych kredytów

na nieruchomości mieszkaniowe powiększył się o 0,6%, zaś w przypadku złotych kredytów konsumpcyjnych – o 0,4%.

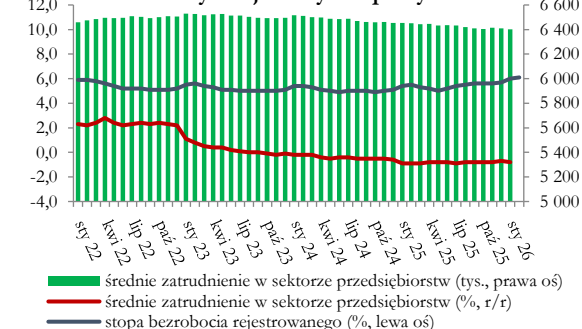
• Na marcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła **podstawowe stopy procentowe NBP** o 25 p.b. Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 19 lutego 2026 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50% prawdopodobieństwem w przedziale 1,6–2,9% w 2026 r. (wobec 1,9–4,0% w projekcji z listopada 2025 r.), 1,1–3,7% w 2027 r. (wobec 1,1–4,1%) oraz 0,9–4,0% w 2028 r. Roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50% prawdopodobieństwem w przedziale 3,1–4,7% w 2026 r. (wobec 2,7–4,6%), 2,0–3,8% w 2027 r. (wobec 1,5–3,7%) oraz 1,8–4,1% w 2028 r.

• Na konferencji prasowej dzień po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej prezes NBP. A. Głapiński powiedział, że marcowa decyzja nie uwzględniała następstw wojny w Iranie. Stwierdził, że niepewność związana z jej przebiegiem zmniejsza przestrzeń dla obniżek podstawowych stóp procentowych NBP. Poinformował, że powrót do łagodzenia polityki pieniężnej będzie możliwy po zakończeniu konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie, zaznaczając, że nie jest optymistą, jeśli chodzi o szybkie zakończenie tego konfliktu.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Sytuacja na rynku pracy



Źródło: GUS, NBP.

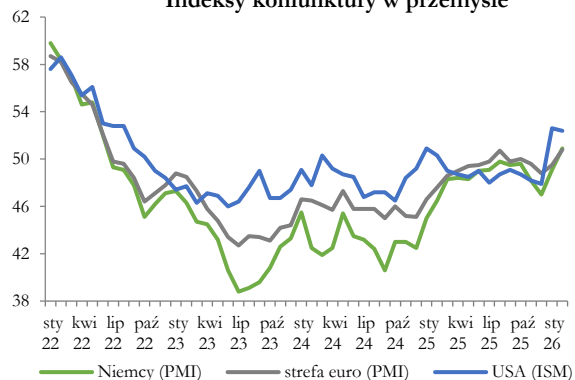
Świat

• **Zamówienia w amerykańskim przemyśle** w grudniu 2025 r. zmniejszyły się o 0,7% m/m, po wzroście o 2,7% m/m w listopadzie. Po wyłączeniu środków transportu wzrosły jednak o 0,4% m/m. **Produkcja przemysłowa** już w styczniu 2026 r. zwiększyła się o 0,7% m/m (po wzroście o 0,2% m/m w grudniu) i o 2,3% r/r. Rosła silnie produkcja przemysłowa i górnicza. Wykorzystanie **mocy produkcyjnych** wzrosło do 76,2% z 75,7% w grudniu (po korekcie).

- **Zamówienia na dobra trwałego użytku** w Stanach Zjednoczonych w grudniu 2025 r. spadły o 1,4% m/m. Po wyeliminowaniu środków transportu odnotowano wzrost wynoszący 1,0% m/m po wzroście o 0,4% m/m w listopadzie i o 0,1% m/m w październiku.
- Według wstępnego odczytu **PKB w Stanach Zjednoczonych** wzrósł w IV kwartale 2025 r. o 1,4% w ujęciu annualizowanym wobec 4,4% w III kwartale ub.r. Osłabienie aktywności gospodarczej było spowodowane przede wszystkim tzw. zamknięciem rządu federalnego w październiku 2025 r. Konsumpcja prywatna powiększyła się o 2,4% wobec wzrostu o 3,5% w poprzednim kwartale.
- **Zatrudnienie w amerykańskim sektorze pozarolniczym** w lutym 2026 r. spadło o 92 tys. miejsc pracy. Zatrudnienie w sektorze prywatnym zmalało o 86 tys. miejsc pracy. Płaca godzinowa zwiększyła się o 3,8% r/r i o 0,4% m/m. Stopa bezrobocia ponownie wzrosła do 4,4%.
- **Sprzedaż detaliczna** w Stanach Zjednoczonych w styczniu 2026 r. zmniejszyła się o 0,2% m/m, a w skali roku wzrosła o 3,2%. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów i paliw odnotowano wzrost o 0,3% m/m.
- **Wskaźnik Conference Board**, mierzący koniunkturę w konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, w lutym 2026 r. nieco wzrósł, do 91,2 pkt, z do 89,0 pkt w styczniu (po korekcie). Ustabilizowały się oceny sytuacji na rynku pracy przy pewnym pogorszeniu ocen warunków działalności gospodarczej. Oczekiwania w tych obszarach uległy pewnej poprawie i okazały się mniej negatywne, niż w styczniu, prognozy dochodów były pozytywne, a optymizm umocnił się. Indeks mierzący oczekiwania wyniósł jednak 72,0 pkt, i pozostał poniżej poziomu 80 pkt, czyli granicy wyznaczającej równowagę tendencji recesyjnych i wzrostowych w gospodarce w ciągu nadchodzących sześciu miesięcy.
- **Wskaźnik ISM** dla amerykańskiego przemysłu w lutym 2026 r. pozostał na poziomie zbliżonym do styczniowego, i wyniósł 52,4 pkt. Respondenci wskazali na wzrost produkcji oraz liczby nowych zamówień. W wyniku silniejszego popytu spadł stan zapasów. Jednak nadal redukowano zatrudnienie i podkreślano wysoka niepewność, związaną m.in. z amerykańską polityką celną. Poprawę koniunktury odnotowano w dwunastu sektorach, a pogorszenie tylko w pięciu.
- **Inflacja PCE** w grudniu 2025 r. w Stanach Zjednoczonych wyniosła 2,9% r/r oraz 0,4% m/m, a w ujęciu bazowym 3,0% r/r i 0,3% m/m.. Inflacja CPI już w lutym wyniosła 2,4% r/r, tak jak w styczniu, a inflacja bazowa wyniosła 2,5% r/r. W skali miesiąca inflacja osiągnęła 0,2%, a inflacja bazowa o 0,3%.
- Z protokołu po styczniowym posiedzeniu Federalny Komitet Otwartego Rynku wynika, że większość jego członków optuje za utrzymaniem **stopy funduszy federalnych**. Uznają bowiem, że dalsze łagodzenie polityki pieniężnej mogłoby zostać błędnie odebrane przez rynek jako osłabienie determinacji władz monetarnych w dążeniu do osiągnięcia i utrzymania celu inflacyjnego. Z przeprowadzonej dyskusji wynika, że część członków Komitetu opowiada się za wprowadzeniem m do przyszłych komunikatów informacji o warunkach, w których mogłoby dojść do podwyżek stopy funduszy federalnych.
- Zgodnie z finalnym szacunkiem **PKB wyrównany sezonowo w strefie euro** wzrósł w IV kwartale 2025 r. o 1,2% r/r i o 0,2% k/k. **Produkcja budowlano-montażowa** w strefie euro w grudniu 2025 r., po wyeliminowaniu sezonowości, zwiększyła się o 0,9% m/m i spadła o 0,9% r/r. W skali roku zmalała zwłaszcza produkcja we wznoszeniu budynków. **Produkcja przemysłowa** w grudniu 2025 r. zmalała o 1,4% m/m, rosnąc o 1,2% r/r. W porównaniu z listopadem wzrosła jedynie produkcja trwałych dóbr konsumpcyjnych, i to nieznacznie (o 0,2%). W porównaniu z grudniem 2024 r. zwiększyła się produkcja dóbr pośredniczących i kapitałowych. **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w styczniu 2026 r. były wyższe o 0,7% m/m i niższe o 2,1% r/r. Po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 0,6% m/m i o 1,2% r/r. Największe wahania dotyczyły cen energii (spadek w skali roku o 8,9% i wzrost w porównaniu z grudniem 2025 r. o 1,3%).
- **Sprzedaż detaliczna** w strefie euro w styczniu 2026 r. wzrosła o 2,0% r/r i nieznacznie spadła w stosunku do grudnia (o 0,1%). W skali miesiąca silnie spadła wartość sprzedanych paliw (o 1,1%). Skorygowana sezonowo **stopa bezrobocia BAEL** w styczniu 2026 r. wyniosła 6,1%.

- Zgodnie ze wstępnym odczytem, **inflacja HICP** w strefie euro w lutym 2026 r. (sporządzonym według zmienionej metodyki i po uwzględnieniu nowej klasyfikacji towarów i usług) wyniosła 1,9% r/r oraz 0,7% m/m. Inflacja bazowa osiągnęła 2,4% r/r oraz 0,8% m/m. W porównaniu ze styczniem najsilniej zdrożała żywność nieprzetworzona (o 1,0%), w skali roku najmocniej podrożały usługi (o 3,4%).
- **Wskaźnik ESI** w strefie euro, mierzący klimat koniunktury, w lutym 2026 r. spadł z 99,3 pkt w styczniu (po korekcie) do 98,3 pkt, pozostając poniżej długookresowej średniej, wynoszącej 100 pkt. Poprawę nastrojów odnotowano jedynie w handlu detalicznym, gdzie lepiej oceniono sytuację biznesową, gorsze jednak były jej prognozy. W pozostałych sektorach odnotowano stabilizację lub pogorszenie koniunktury, najsłabsze w usługach. Usługodawcy gorzej niż przed miesiącem ocenili sytuację finansową i popyt, gorsze były też prognozy zapotrzebowania na ich usługi.
- **Wskaźnik PMI** dla przemysłu strefy euro w lutym 2026 r. uległ znaczącej poprawie, rosnąc z 49,5 pkt w styczniu do 50,8 pkt. Odnotowano szybszy niż w poprzednich miesiącach wzrost produkcji przemysłowej. Liczba nowych zamówień ogółem w przemyśle wzrosła, choć nadal malała liczba zamówień eksportowych. Mimo tych pozytywnych tendencji kontynuowano redukcję zatrudnienia. Nieznacznie zmalały zaległości produkcyjne. Prognozy przedsiębiorców na kolejne dwanaście miesięcy pozostały optymistyczne i najlepsze od niemal czterech lat.
- Z zapisu dyskusji po lutowym posiedzeniu Rady Prezesów EBC wynika, że jej członkowie uznają obecny poziom podstawowych **stóp procentowych w strefie euro** za odpowiedni. Z prognoz EBC wynika bowiem, że inflacja HICP zakotwiczy na poziomie zbliżonym z celem inflacyjnym lub nieco poniżej niego przez dłuższy czas. W wywiadach z ostatnich dni przedstawiciele EBC informowali jednak, że wzrost cen ropy po wybuchu konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie może doprowadzić do wzrostu cen energii i zaburzeń łańcuchów dostaw, a to mogłoby skutkować wzrostem presji inflacyjnej.

Indeksy koniunktury w przemyśle



Podstawowe stopy procentowe głównych banków centralnych (w %)

BoE	BoJ	EBC	Fed	SNB
3,75	0,75	2,15	3,50–3,75	0,00
od 18 grudnia 2025 r.	od 18 grudnia 2025 r.	od 11 czerwca 2025 r.	od 11 grudnia 2025 r.	od 20 czerwca 2025 r.

Źródło: S&P Global, Institute for Supply Management, banki centralne.

Przegląd rynku depozytowego oraz rynków finansowych

rynek depozytowy

Według danych NBP zobowiązania banków wobec gospodarstw domowych na koniec stycznia zwiększyły się o 2 283 mln zł (0,16%), w porównaniu z ubiegłym miesiącem osiągając poziom 1 450 156,3 mln zł. W stosunku do grudnia stan depozytów terminowych złożonych w bankach zmniejszył się o 1 229,3 mln zł, a stan na rachunkach zwiększył się o 3 512,3 mln zł. Na koniec stycznia stan odsetek od depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych wyniósł 3 714,7 mln zł i tym samym zmniejszył się o 2,09% w porównaniu z poprzednim miesiącem.

Według najnowszych danych NBP średnie oprocentowanie dla nowo zakładanego depozytu terminowego wynosi 3,17% (spadek o 0,13 p.p. m/m).

W marcu Rada Polityki Pieniężnej dokonała pierwszej w tym roku obniżki stóp procentowych. Obecne luzowanie polityki pieniężnej zbiega się w czasie ze wzrostem cen surowców na rynkach globalnych, wywołanym eskalacją wojny w Iranie, a także z deprecjacją polskiego złotego. Te proinflacyjne czynniki ryzyka mogą zrewidować dotychczasową ścieżkę dezinflacji. Rosnąca presja kosztowa z zewnątrz w połączeniu ze słabszą walutą stanowić będzie kluczowy dylemat dla RPP w kolejnych miesiącach. W ujęciu krótkoterminowym można jednak oczekiwać, iż marcowa decyzja poskutkuje obniżeniem oprocentowania lokat i rachunków oszczędnościowych w bankach.

W konsekwencji na początku marca średnie oprocentowanie depozytów dla terminu 1 miesiąca wyniosło 0,42% (bez zmian m/m), 3 miesiące – 1,11% (spadek o 0,02 p.p. m/m), 6 miesięcy – 1,27% (spadek o 0,05 p.p. m/m). Oprocentowanie dla lokat rocznych wyniosło 1,47% (spadek o 0,05 p.p. m/m), natomiast dla dwuletnich osiągnęło 1,38% (bez zmian m/m).

Lepiej prezentuje się oferta oprocentowania depozytów terminowych, które obwarowane są dodatkowymi warunkami. Dla tego typu lokat o stałej stopie średnie oprocentowanie na początku marca wyglądało następująco. Dla depozytów 1-miesięcznych wyniosło 3,00% (spadek o 0,08 p.p. m/m), a dla 3-miesięcznych 3,38% (wzrost o 0,04 p.p. m/m). W przypadku lokat półrocznych i rocznych średnie oprocentowanie ukształtowało się na poziomie odpowiednio 3,22% (spadek o 0,11 p.p. m/m) i 2,66% (spadek o 0,1 p.p. m/m). Średnie oprocentowanie lokat dwuletnich osiągnęło poziom 3,20% (bez zmian m/m), natomiast oprocentowanie rachunków oszczędnościowych było równe 4,44% (spadek o 0,25 p.p. m/m).

rynek międzybankowy

W lutym obserwowaliśmy dalszy spadek stóp procentowych. Na koniec miesiąca WIBID na trzy miesiące wynosił 3,60%, a WIBOR kształtował się na poziomie 3,80% (koniec stycznia odpowiednio 3,70% i 3,90%). WIBID sześciomiesięczny wyniósł 3,51% a WIBOR 3,71% (koniec stycznia 3,59% i 3,79%).

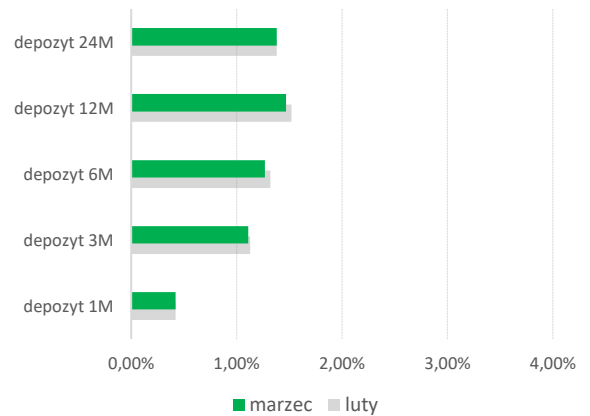
rynek długu

Drugi miesiąc 2026 r. przyniósł kontynuację tendencji, którą obserwowaliśmy na polskim rynku obligacji skarbowych w styczniu. Bardzo wysoki popyt przełożył się zarówno na podwyżkę cen obligacji zmiennokuponowych (kompresja marży do WIBOR) oraz na zwwyżki cen i spadki rentowności obligacji o stałym kuponie.

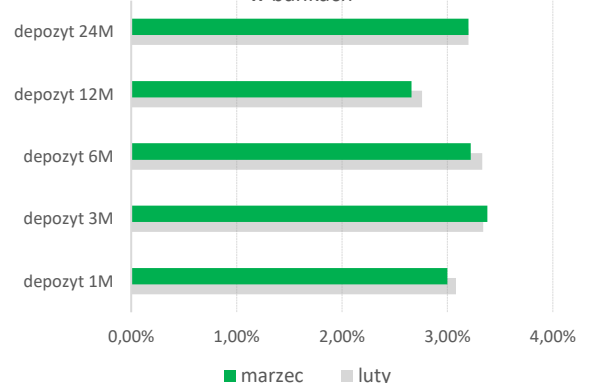
Krzywa dochodowości przesunęła się w dół przede wszystkim w swojej środkowej części i na długim końcu. Dzięki temu kształt krzywej uległ lekkiemu spłaszczeniu, choć jej kształt pozostaje stromy, a spread pomiędzy tenorami 10-2 wyniósł na koniec miesiąca 133 p.b. w porównaniu do 154 p.b. na koniec stycznia.

Na rynku pierwotnym MF przeprowadził w styczniu trzy aukcje sprzedaży obligacji skarbowych. Tak jak w styczniu aukcje cieszyły się olbrzymim zainteresowaniem i łączny popyt na nich przekroczył 63 mld zł. MF uplasowało sumarycznie na tych aukcjach 40,8 mld zł wartości nominalnej długu. Warto odnotować, że największy popyt skoncentrował się na dziesięciolatk DS1035, którą łącznie uplasowano w wysokości 13,5 mld zł.

Średnie oprocentowanie depozytów standardowych w bankach

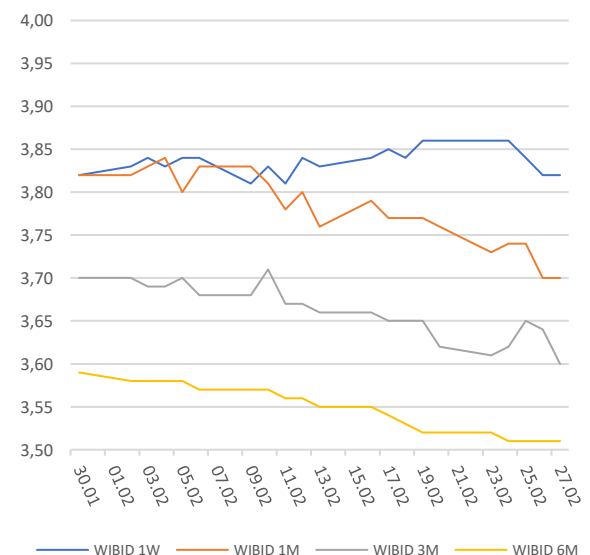


Średnie oprocentowanie depozytów, których oprocentowanie jest uzależnione od spełnienia dodatkowych warunków w bankach



Źródło: strony internetowe banków.

Kształtowanie się stawek WIBID



Źródło: LSEG Workspace.

Jak ten agresywny apetyt na ryzyko stopy może się skończyć, przekonaliśmy się już po zakończeniu miesiąca i wielkiej przecenie po rozpoczęciu wojny z Iranem przez Stany Zjednoczone i Izrael.

Dodatkowo MF przeprowadził jedną aukcję bonów skarbowych zapadających 29 września, na której sprzedał 2,5 mld bonów z rentownością 3,52%. Olbrzymi popyt na dług wykorzystał też BGK, który na dwóch przetargach uplasował 10 mld wartości nominalnej obligacji z gwarancją Skarbu Państwa.

Podsumowując miesiąc na krajowym rynku długu, na koniec lutego rentowność polskich obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 3,55%, obligacji 5-letnich na 4,24%, a obligacji 10-letnich na 4,88% wobec odpowiednio 3,50%, 4,38% i 5,04% miesiąc wcześniej.

rynek walutowy

Po okresie zwiększonej zmienności w pierwszym miesiącu 2026 r., luty przyniósł uspokojenie notowań na światowych rynkach walutowych. Jak wiemy, była to swoista cisza przed burzą, gdyż obawy inwestorów o ewentualną nową wojnę na Bliskim Wschodzie okazały się uzasadnione i zachowanie rynków finansowych całkowicie zmieniły się po zakończeniu miesiąca i weekendowym ataku Stanów Zjednoczonych i Izraela na Iran. Dopóki to się nie wydarzyło, byliśmy w lutym świadkami spokojnego handlu idealnie ilustrowanego przez kurs EURPLN oscylujący w bardzo wąskim zakresie 4,21–4,22 zł. Zwyczajowo bardziej zmienny dolar odnotował przedział wahań od 3,53 do 3,58 zł, natomiast nastrój jaki panował na rynku najlepiej oddają statystyki w relacji miesiąc do miesiąca. Złoty w stosunku do końca stycznia osłabił się symbolicznie o 0,24% do euro i 0,53% do amerykańskiego dolara.

Na koniec lutego na rynku walutowym za euro płacono 4,2206 zł, a za dolara amerykańskiego 3,5709 zł, w porównaniu do odpowiednio 4,2103 zł i 3,5520 zł na koniec stycznia.

rynek giełdowy

Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) wzrósł w lutym o 1,56% m/m, natomiast w stosunku do lutego ub.r. odnotowano wzrost o 37,82%. Na ostatniej sesji miesiąca wartość indeksu WIG wyniosła 126 786,67 pkt, miesięczne minimum sięgnęło 121 854,45 pkt, a maksimum 128 172,96 pkt.

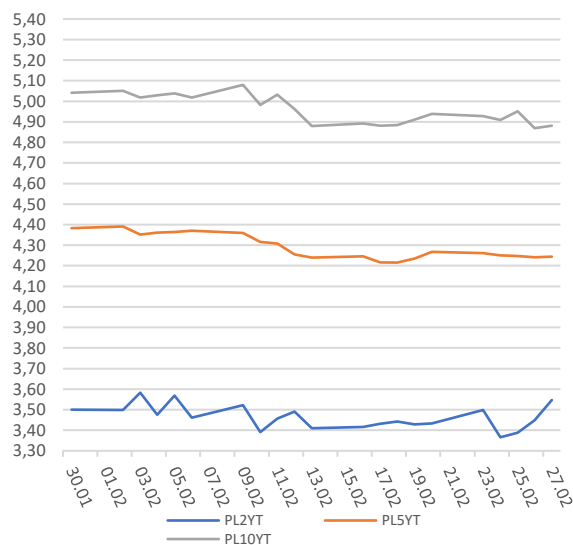
Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym WIG wyniosła 48,71 mld zł, wobec 51,06 mld zł w styczniu 2026 r. oraz 38,49 mld zł w lutym 2025 r.

Indeks WIG20 w styczniu zanotował wzrost o 2,38% m/m. W relacji do lutego ub.r. WIG20 wzrósł o 33,36%. Obroty na największych spółkach (WIG20) wyniosły 39,96 mld zł, co stanowi około 82,04% całkowitego obrotu na rynku kasowym (w styczniu 2026 r. 84,0%).

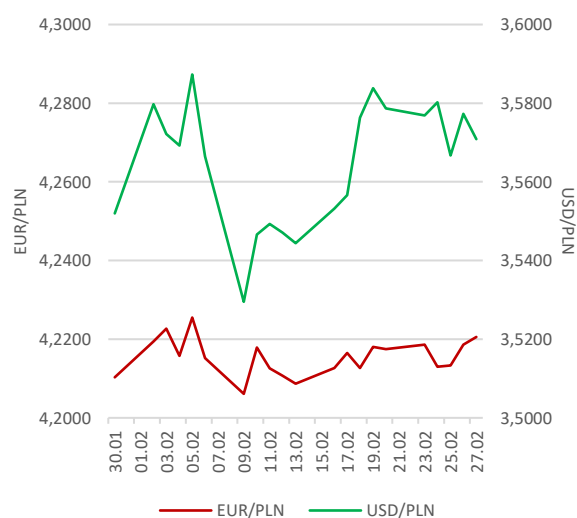
Najlepiej w lutym 2026 roku radziły sobie spółki z sektora budowniczego, osiągając wzrost o 11,25% (WIG-BUDOW), następnie branża energetyczna, notująca wzrost o 8,90% (WIG-ENERG). Najgorzej radziły sobie spółki informatyczne, notujące spadek o 14,89% (WIG-INFO), oraz sektor chemiczny, który zanotował spadek o 5,95% (WIG-CHEMIA). WIG-BANKI wzrósł o 2,26%.

W lutym z rynku NewConnect na GPW przeniosła się spółka ONE MORE LEVEL (producent gier komputerowych).

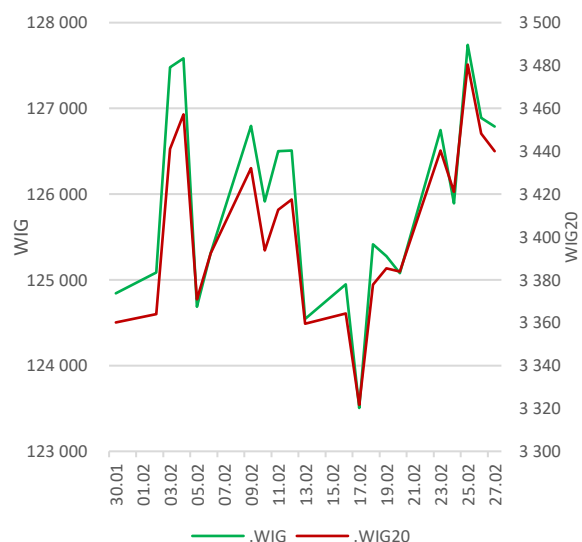
Rentowność obligacji skarbowych



Kształtowanie się kursów walutowych



Indeks WIG oraz WIG20



Wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Wyszczególnienie	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25
PKB (% , r/r)	3,2	3,3	3,8	4,0
Konsumpcja prywatna (% , r/r)	2,6	4,5	3,5	4,2
Inwestycje (% , r/r)	6,4	-0,7	7,1	4,7

Wyszczególnienie	II'25	III'25	IV'25	V'25	VI'25	VII'25	VIII'25	IX'25	X'25	XI'25	XII'25	I'26	II'26
Inflacja CPI (% , m/m)	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,6	b.d.
Inflacja CPI (% , r/r)	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,2	b.d.
Saldo budżetu Państwa (w mld zł, narastająco)	-36,3	-76,3	-91,4	-108,3	-119,7	-156,7	-172,0	-201,4	-227,1	-244,9	-275,6	-3,7	b.d.
Zadłużenie Skarbu Państwa (mld zł)	1 709,6	1 740,6	1 750,4	1 772,5	1 803,0	1 833,4	1 853,0	1 868,7	1 894,1	1 908,8	1 952,0	b.d.	b.d.
Saldo rachunku obrotów bieżących (w mln euro)	115	-1 136	88	-711	-262	-1 571	-2 239	-408	2 053	-499	-1 698	b.d.	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (% , r/r)	98,1	102,4	101,2	103,9	99,6	103,0	100,7	107,6	103,3	98,9	107,3	98,5	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw ogółem brutto	8 613,14	9 055,92	9 045,11	8 670,51	8 881,81	8 905,63	8 769,08	8 750,34	8 865,12	9 078,16	9 583,31	9 002,47	b.d.
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00
WIBOR 3M (%)	5,86	5,84	5,41	5,22	5,23	4,93	4,82	4,72	4,38	4,22	3,99	3,90	3,80
WIBOR 6M (%)	5,81	5,76	5,10	5,03	5,04	4,78	4,67	4,58	4,27	4,08	3,87	3,79	3,71
POLSTR 3M (%)	5,50	5,48	5,50	5,46	5,33	5,11	4,97	4,79	4,62	4,37	4,07	3,84	3,75
POLSTR 6M (%)	5,56	5,53	5,54	5,51	5,44	5,34	5,25	5,10	4,89	4,70	4,46	4,25	4,08
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,9993	3,8643	3,7617	3,7537	3,6164	3,7257	3,6559	3,6315	3,6751	3,6624	3,6016	3,5379	3,5804
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,1575	4,1839	4,2778	4,2507	4,2419	4,2661	4,2684	4,2692	4,2543	4,2369	4,2267	4,2131	4,2233

Prognozy makroekonomiczne

Wyszczególnienie	1Q 26	2Q 26	3Q 26	4Q 26
PKB (% , r/r)	3,8	3,9	3,8	3,7
Konsumpcja prywatna (% , r/r)	3,6	3,3	3,6	3,4
Inwestycje (% , r/r)	8,4	11,7	9,2	8,7

Wyszczególnienie	III'26	IV'26	V'26	VI'26	VII'26	VIII'26	IX'26	X'26	XI'26	XII'26	I'27	II'27
Inflacja (% , r/r)	1,9	2,0	2,1	2,3	2,2	2,2	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,8	5,7	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Stopa referencyjna NBP (%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
WIBOR 1W (%)	3,90	3,90	3,90	3,85	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
WIBOR 1M (%)	3,85	3,85	3,84	3,79	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
WIBOR 3M (%)	3,82	3,82	3,80	3,74	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
WIBOR 6M (%)	3,80	3,78	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,74	3,72
WIBOR 12M (%)	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,78
POLSTR 1M (%)	3,76	3,70	3,60	3,60	3,60	3,54	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35
POLSTR 3M (%)	3,80	3,75	3,70	3,70	3,67	3,60	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
POLSTR 6M (%)	4,00	3,82	3,74	3,75	3,74	3,74	3,73	3,69	3,63	3,53	3,53	3,53
Obligacje SP 2Y (%)	3,90	3,80	3,65	3,60	3,55	3,55	3,55	3,55	3,53	3,53	3,52	3,51
Obligacje SP 5Y (%)	4,80	4,60	4,35	4,30	4,25	4,20	4,16	4,13	4,13	4,10	4,10	4,10
EURIBOR 1M (%)	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95
EURIBOR 3M (%)	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05
EURIBOR 6M (%)	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
SOFR (%)	3,65	3,65	3,65	3,65	3,40	3,40	3,40	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,6751	3,6428	3,5991	3,5777	3,5789	3,5793	3,5875	3,5879	3,5889	3,5883	3,5848	3,5802
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2662	4,2520	4,2334	4,2300	4,2254	4,2255	4,2250	4,2220	4,2209	4,2185	4,2166	4,2145

PRZEGLĄD
MAKROEKONOMICZNY
WSKAŹNIKI I PROGNOZY

PRZEGLĄD RYNKÓW



Michał Jurek

E-mail: michal.jurek@ips.sgb.pl

Ewa Masztalerz

E-mail: ewa.masztalerz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji.