

KOMENTARZ TYGODNIOWY

23 marca 2026

Wysoka zmienność rynkowa w reakcji na zmiany sytuacji na Bliskim Wschodzie. Banki centralne, póki co w trybie *wait and see*.

- W minionym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych falowała wraz z napływającymi informacjami dot. sytuacji na Bliskim Wschodzie. W połowie tygodnia okresowo poprawiły się nastroje rynkowe w reakcji na wypowiedzi prezydenta USA i premiera Izraela sugerujące nieodległą perspektywę zakończenia konfliktu.
- Koniec minionego i początek bieżącego tygodnia przyniósł skokowy wzrost zmienności rynkowej. Piątek i dzisiejszy poranek przyniósł silne pogorszenie nastrojów rynkowych ze wzrostem cen surowców energetycznych, wzrostem rentowności obligacji i spadkiem notowań akcji. Była to reakcja na ultimatum Donalda Trumpa, który zagroził, że siły USA zniszczą irańskie elektrownie, jeśli cieśnina Ormuz nie zostanie w pełni otwarta w ciągu 48 godzin, a w odpowiedzi irański Korpus Strażników Rewolucji Islamskiej (IRGC) zagroził, że całkowicie zamknie Ormuz oraz będzie atakował obiekty energetyczne, które zasilają bazy amerykańskie.
- Jednak dzisiaj po południu na rynki powrócił optymizm po tym jak prezydent Trump podał we wpisie na swojej platformie mediów społecznościowych Truth Social, że odkłada ataki na obiekty energetyczne Iranu wobec toczących się rozmów z władzami w Teheranie.
- W tych warunkach przez większość minionego tygodnia cena ropy naftowej Brent wahała się w przedziale 100–105 USD. Następnie koniec tygodnia i początek bieżącego przyniósł wzrost cen ropy w okolice 110 USD, by po południu w reakcji na ostatni wpis Trumpa ponownie spaść poniżej 100 USD za baryłkę.
- Konflikt na Bliskim Wschodzie nadal oddziałuje na rynki finansowe poprzez wzrost prognoz inflacji w krótkim okresie i nasilający się wzrost obaw przed scenariuszem utrwalenia się podwyższonej inflacji w dłuższym okresie w ślad za rosnącymi cenami energii. To zaś podsyca niepewność dot. przyszłej polityki monetarnej i skutkuje wyższymi rentownościami obligacji skarbowych.
- W minionym tygodniu ponownie wzrosły oczekiwania rynkowe dot. przyszłych stóp Fed i EBC. Na koniec tygodnia rynek zaprzestał wycenianie obniżki stóp Fed w tym roku, a nawet z prawdopodobieństwem 30% wycenił możliwość podwyżki stóp o 25 pkt. baz. we wrześniu. W przypadku EBC rynek wycenił podwyższenie stóp o 25 pkt. baz. do czerwca, łącznie o 50 pkt baz. do lipca i o 75 pkt. baz. do końca roku. W rezultacie, w minionym tygodniu ponownie wzrosły rentowności obligacji na rynkach bazowych. W USA rentowności obligacji 10-letnich wzrosły o 10 pkt. baz., a w Niemczech – o 6 pkt. baz. odpowiednio do 4,38% i 3,04%. Ostatnio poziom 3% na rynku niemieckich notowano blisko 15 lat temu w czerwcu 2011 r.
- Także na krajowym rynku miniony tydzień przyniósł dalszy wzrost rentowności obligacji o 10 pkt. baz. do 4,53% w przypadku papierów 2-letnich oraz o 4 pkt. baz.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

do 5,78% w przypadku 10-latek, przy stabilizacji w okolicach 5,80% 10-letniego kontraktu IRS. Zmiany te miały miejsce w warunkach kontynuacji zmian oczekiwań rynkowych w odniesieniu do stóp NBP. W skali tygodnia skokowy wzrost odnotowały oczekiwania w krótkim okresie – stawki FRA w terminie 6x12 wzrosły w skali tygodnia o ponad 20 pkt. baz. do 4,28% a kontraktów 9x12 o 25 pkt. baz. do 4,69%. Oznacza to, że na rynku FRA wzrosły obawy rynkowe przed wzrostem stóp NBP rzędu 75 pkt. baz. do końca roku.

- Ubiegłotygodniowe posiedzenia głównych banków centralnych, w tym, [Fed](#) i [EBC](#), przyniosły oczekiwane utrzymanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie przy jednoczesnej zmianie akcentów w komunikacji banków w kierunku wzrostu niepewności i ryzyka dla inflacji w konsekwencji sytuacji na Bliskim Wschodzie. Podczas śródowej konferencji prasowej prezes Fed J. Powell wskazywał na podwyższoną niepewność podkreślając właściwy bieżący poziom restrykcyjności polityki pieniężnej i postawę *wait and see*. Z kolei podczas czwartkowej konferencji prasowej prezes EBC Ch. Lagarde podkreślała wysoką niepewność, jednocześnie inaczej niż dotychczas wskazała na rozróżnienie, że „rada pozostaje dobrze pozycjonowana”, ale że „inflacja nie jest w dobrym miejscu”. Tym samym wskazała na przesunięcie dotychczasowych akcentów w bilansie ryzyka dla przyszłej polityki monetarnej w kierunku ryzyka zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Wzrost awersji do ryzyka pod koniec minionego tygodnia spowodował wyraźny spadek indeksów akcji, w efekcie w minionym tygodniu globalny indeks akcji MSCI obniżył się o 2,1%, w tym w USA o 1,9%, w strefie euro o 3,6%, a w grupie rynków wschodzących o 0,1%. Indeks WIG w minionym tygodniu lekko wzrósł o 0,4%. Z początkiem tego tygodnia po początkowych silnych spadkach indeksów, po południu nastąpiło ich pozytywne odreagowanie.
- Na rynku walutowym tydzień minął pod dyktando zmian nastrojów rynkowych z początkowym osłabieniem dolara w warunkach okresowej poprawy nastrojów (w okolice 1,16 USD/EUR). Koniec tygodnia i początek bieżącego tygodnia to okresowe umocnienie dolara w okolice 1,15 dolara za euro w warunkach ponownego wzrostu awersji do ryzyka i ponowne odreagowanie w kierunku 1,16 USD/EUR w reakcji na nawrót nadziei na deeskalację konfliktu po wpisie Trumpa. W podobnym rytmie przebiegały też zmiany kursu złotego. W trakcie minionego tygodnia kurs złotego w relacji do koszyka walut zyskał na wartości 0,4% w warunkach lekkiej poprawy nastrojów rynkowych, po czym dzisiaj rano osłabił się, a następnie po południu odrobił straty poniżej poziomów: 3,70 PLN/USD, 4,27 PLN/EUR i 4,68 PLN/CHF.
- Miniony tydzień i początek bieżącego tygodnia przyniósł serię publikacji miesięcznych danych nt. polskiej gospodarki za luty. Generalnie wyniki te zaskoczyły lekko negatywnie, z nieco [słabszą dynamiką wynagrodzeń](#) oraz wyraźnym [spadkiem produkcji budowlanej](#) (w dużej mierze efektu niekorzystnej pogody). Wyniki [sprzedaży detalicznej](#) okazały się niejednoznaczne, nieco słabsze od prognoz, choć wciąż wskazujące na stabilny wzrost konsumpcji z początkiem roku. Natomiast lutowa [produkcja przemysłowa](#) ukształtowała się w okolicach oczekiwań. Dane te nie miały znaczenia dla notowań rynkowych w związku z uwagą rynkową skupioną na sytuacji na Bliskim Wschodzie.
- Tak jak wcześniej informowaliśmy, szerszy przegląd scenariusza zaplanowaliśmy pod koniec marca, kiedy upłył okres 4 tygodni konfliktu

wskazywanych jako cezura dla scenariuszy rozwoju sytuacji na rynku surowców energetycznych. Bieżąca huśtawka nastojów rynkowych w warunkach wysokiej zmienności napływających informacji wpływających na ocenę perspektyw sytuacji na Bliskim Wschodzie obrazuje jak dużym wyzwaniem jest formułowanie scenariuszy dalszego rozwoju sytuacji. Utrzymywanie się konfliktu działa na niekorzyść dotychczasowych scenariuszy (tj. powrotu obniżonych cen energii w warunkach zakończenia konfliktu). To efekt postępujących średnioterminowych konsekwencji w postaci wydłużającego się okresu przywrócenia równowagi na rynku ropy i gazu na co wskazał w ostatnim wywiadzie dla Financial Times Szef Międzynarodowej Agencji Energetycznej, MAE. Zatem jeśli dzisiejszy pozytywny sygnał wysłany przez Donalda Trumpa nie przyniesie trwałych skutków w postaci deeskalacji konfliktu w krótkiej perspektywie, wtedy scenariusz wydłużonego okresu podwyższonych cen surowców energetycznych ponownie zyska na prawdopodobieństwie wraz ze związanym z tym wzrostem inflacji i dalszym wzrostem prawdopodobieństwa rynkowego scenariusza braku dalszego poluzowania polityki monetarnej przez RPP.

- W bieżącym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych będzie nadal pochodną rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie i kształtowania się cen surowców energetycznych. Kluczowe dla rynku będą kolejne informacje dot. rozmów stron konfliktu, o których wspomniał Donald Trump w dzisiejszym wpisie na Truth Social i ocena prawdopodobieństwa ewentualnej deeskalacji konfliktu.
- Z kronikarskiego obowiązku odnotowujemy zaplanowaną na bieżący tydzień publikację wstępnych wskaźników PMI w USA i strefie euro oraz wskaźnik Ifo w Niemczech. Będą one istotne z punktu widzenia oceny reakcji przedsiębiorców na bieżący skokowy wzrost cen energii, natomiast ich wpływ na notowania rynkowe będzie raczej ograniczony.

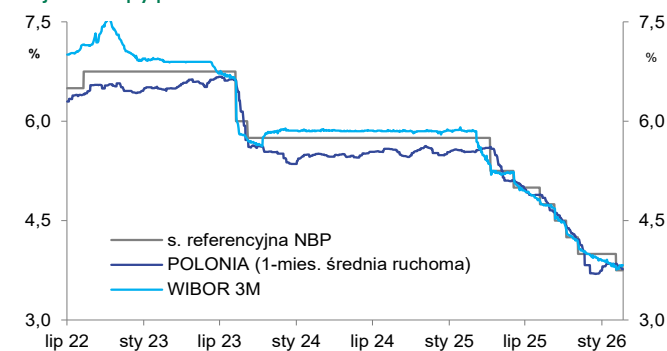
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 24 marca		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ	
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	50,9 pkt.	49,9 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	53,5 pkt.	52,4 pkt.	-
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lut	6,0%	6,1%	6,0%
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	50,8 pkt.	49,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	51,9 pkt.	50,7 pkt.	-
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	mar	6,50%	6,50%	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	51,6 pkt.	51,2 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	51,7 pkt.	52,3 pkt.	-
środa 25 marca		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ	
09:45	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde na Uniwersyt. we Frankfurcie	mar	-	-	-
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	mar	88,6 pkt.	85,9 pkt.	-
piątek 27 marca		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ	
15:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	mar	55,5 pkt.	55,5 pkt.	-

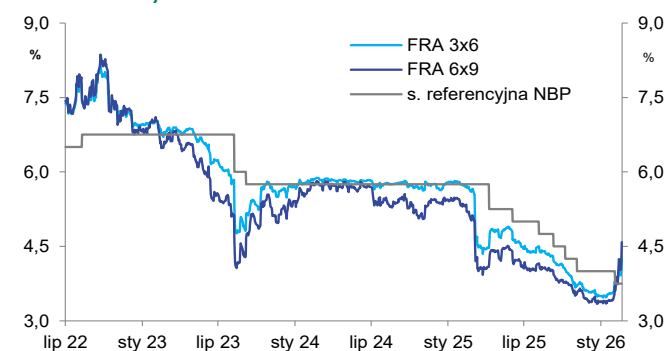
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

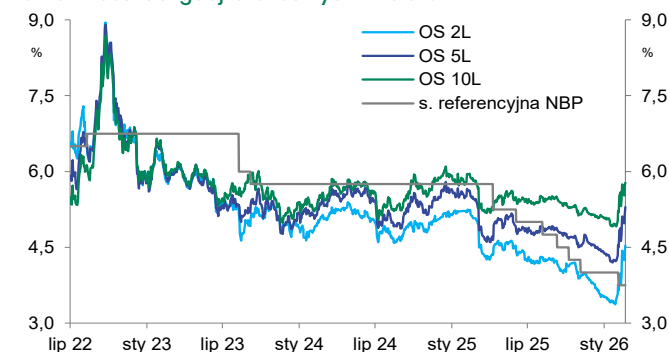
Krajowe stopy procentowe



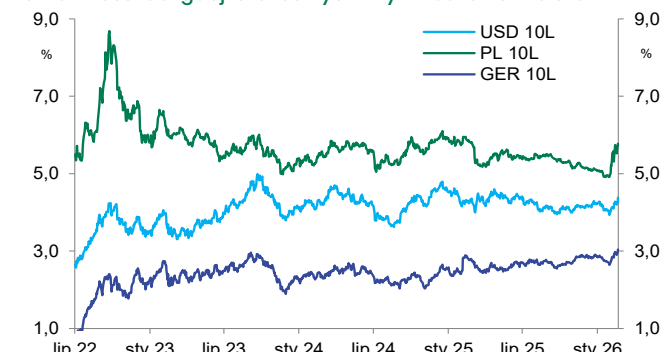
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



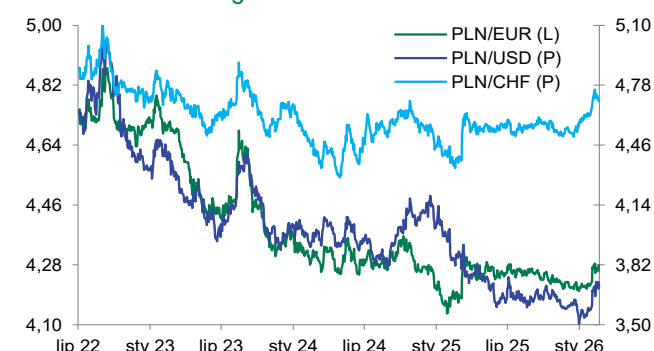
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



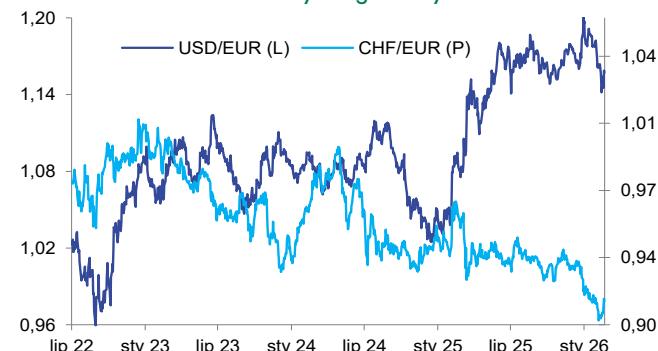
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



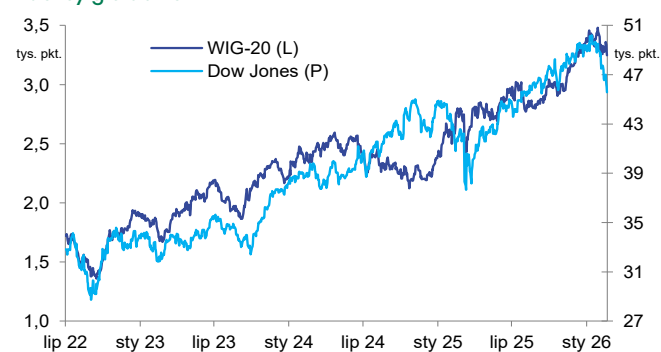
Notowania kursu złotego



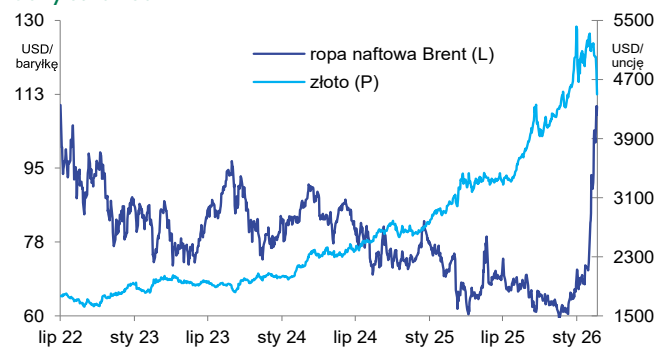
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

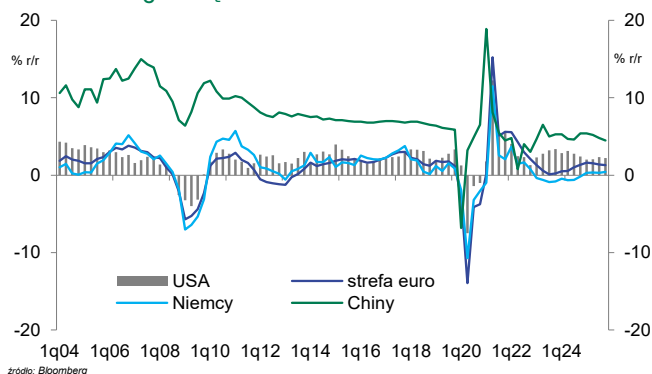


Ceny surowców

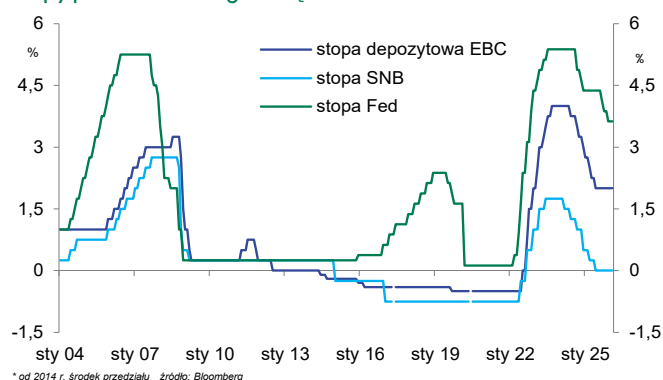


Sfera realna

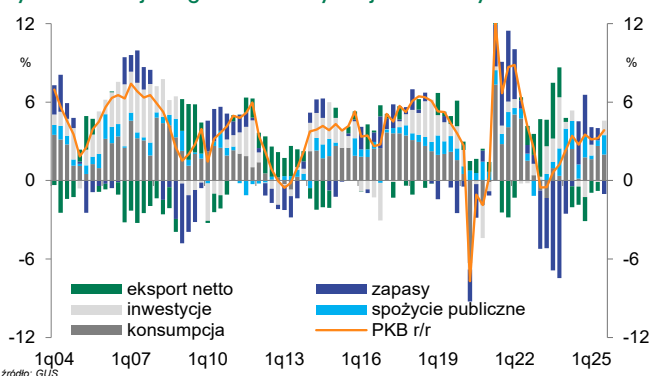
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



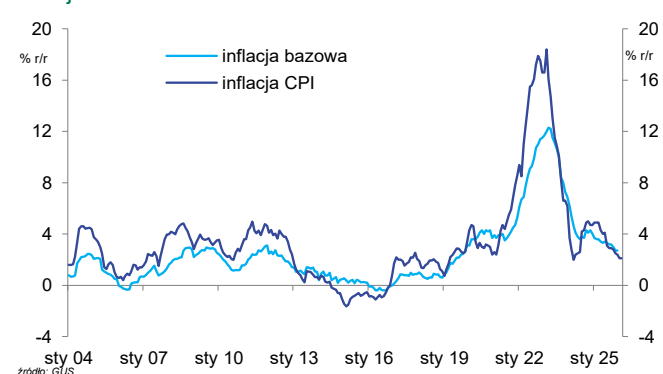
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



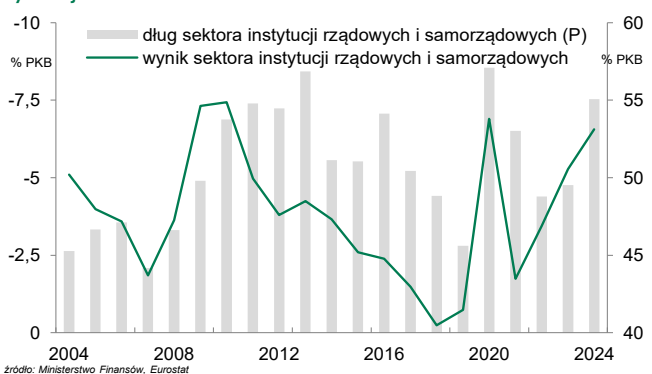
Rynek pracy



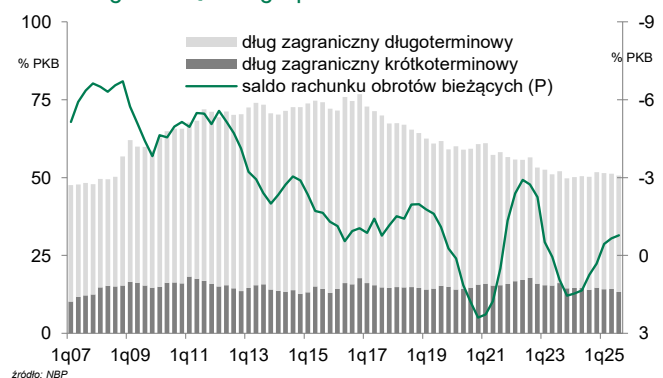
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2026	13.03.2026	20.03.2026	30.04.2026	31.05.2026	30.06.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	%	3,80	3,83	3,83	3,80	3,80	3,80
FRA 3x6	%	3,57	4,04	4,28	-	-	-
FRA 6x9	%	3,44	4,24	4,59	-	-	-
FRA 9x12	%	3,40	4,41	4,69	-	-	-
IRS 2L	%	3,59	4,42	4,60	-	-	-
IRS 5L	%	3,78	4,62	4,69	-	-	-
IRS 10L	%	4,19	4,90	4,87	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,49	4,43	4,53	4,40	4,25	4,10
Obligacje skarbowe 5L	%	4,24	5,11	5,30	5,10	4,95	4,80
Obligacje skarbowe 10L	%	4,92	5,74	5,78	5,65	5,50	5,40
PLN/EUR	PLN	4,22	4,27	4,28	4,26	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,58	3,73	3,70	3,70	3,70	3,70
PLN/CHF	PLN	4,63	4,73	4,70	4,71	4,67	4,64
USD/EUR	USD	1,18	1,14	1,16	1,15	1,15	1,15
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,94	4,28	4,38	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,64	2,98	3,04	2,95	2,90	2,85

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.