

KOMENTARZ TYGODNIOWY

9 marca 2026

Gwałtowny wzrost cen surowców energetycznych. RPP obniżyła stopy o 25 pkt. baz., kolejne decyzje zależne od sytuacji na Bliskim Wschodzie.

- Rozwój sytuacji w minionym tygodniu poskutkował znaczącym wzrostem niepewności dot. perspektyw wojny na Bliskim Wschodzie po relatywnie spokojnej reakcji rynkowej w pierwszych 3 dniach konfliktu. Kluczowe kwestie dotyczyły: blokady cieśniny Ormuz i ograniczenie globalnego handlu, w tym handlu surowcami, – rozszerzenie geograficzne konfliktu na Bliskim Wschodzie (ataki Iranu na kraje Zatoki Perskiej, walki Izraela z libańskim Hezbollahem oraz ryzyko włączenia się do konfliktu jemeńskich Huti), – niejasne sygnały ze strony amerykańskiej administracji dot. potencjalnej długości konfliktu, – zaostrzenie retoryki wobec Iranu ze strony prezydenta Trumpa.
- W weekend ceny ropy naftowej Brent przekroczyły poziom 100 USD/baryłkę (okresowo rosnąc nawet w kierunku 120 USD) w reakcji na obawy o podaż surowca w scenariuszu dłuższego okresu blokady cieśniny Ormuz i potencjalnie dłuższym okresie normalizacji produkcji i transportu surowców biorąc pod uwagę dotychczasową eskalację konfliktu. Na początku bieżącego tygodnia ceny kształtują się w wysokości ok. 105 USD/ baryłkę. Ceny europejskiego gazu (na giełdzie TTF) wzrosły niespełna dwukrotnie, porównując do poziomów sprzed rozpoczęcia konfliktu (bieżące ponad 60 EUR/MWh wobec ponad 30 EUR/MWh na koniec lutego).
- Te tendencje przełożyły się na wzrost obaw przed scenariuszem stagflacyjnym oraz na wzrost globalnej premii za ryzyko. Globalny indeks MSCI obniżył się w skali tygodnia (tj. wobec zamknięcia giełd z wcześniejszego piątku, sprzed ataku USA i Izraela na Iran) o 3,0%, w tym giełdy w USA o 2,0% a w strefie euro o 6,5%. Indeks MSCI dla rynków wschodzących spadł natomiast o 5,6%.
- Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wzrosły, w przypadku 10-latek o ponad 20 pkt. baz. zarówno na rynku amerykańskim jak i europejskim. Wzrost obaw dot. perspektyw inflacyjnych okazały się silniejsze wobec czynnika wzrostu awersji do ryzyka. W przypadku USA oczekiwania rynkowe dot. skali obniżki stóp Fed obniżyły się o ok. 15 pkt. baz. (do niespełna 50 pkt. baz. do końca roku), natomiast w przypadku EBC obecnie inwestorzy z prawdopodobieństwem ponad 90% oczekują w II poł. br. podwyżki stóp o 25 pkt. baz. Pogorszenie nastrojów rynkowych sprzyjało też silniejszym notowaniom dolara, choć skala aprecjacji amerykańskiej waluty była ograniczona (1,5% w relacji do koszyka walut). W relacji do euro kurs obniżył się dziś rano do nieco powyżej 1,15 USD/EUR.
- Wzrost globalnej premii za ryzyko i obawy dot. inflacji w kontekście wzrostu cen surowców zdominowały także krajowy rynek finansowy. Rentowności obligacji skarbowych wzrosły o 40 pkt. baz. w przypadku papierów 2-letnich oraz o ok. 60 pkt. baz. w przypadku 5- i 10-letnich, pomimo obniżki stóp procentowych NBP w tygodniu minionym. Wzrost stawek kontraktów FRA o 40-50 pkt. baz. implikuje wygaszenie oczekiwań rynkowych na dalsze obniżki stóp.

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

Jednocześnie wzrost spreadu między rentownościami obligacji a stawkami IRS wskazuje na niekorzystny dla polskich papierów efekt wzrostu awersji do ryzyka. Z tego powodu w minionym tygodniu złoty osłabił się o ponad 1,5% w relacji do koszyka walut, rosnąc w relacji do euro w kierunku poziomu 4,30 PLN/EUR, a w relacji do umacniającego się dolara i franka szwajcarskiego odpowiednio do 3,70 PLN/USD oraz 4,73 PLN/CHF. Indeks WIG stracił blisko 5% w tygodniu minionym, a dziś rano kontynuował solidne spadki o ponad 1,5%.

- Choć generalnie publikacje danych makroekonomicznych miały ograniczone znaczenie dla inwestorów (wobec kluczowych dla średnioterminowych perspektyw cen surowców), to też w ograniczonym stopniu miałyby one potencjał do wsparcia nastrojów.

- Z jednej strony pozytywnym sygnałem jest wyraźny wzrost globalnego indeksu koniunktury PMI za luty (o 0,8 pkt. do 53,3 pkt.), notowany zarówno w przemyśle jak i usługach. Wzrosty indeksów notowano krajach strefy euro oraz w Chinach oraz wielu rynkach wschodzących. Choć w USA te wskaźniki w lutym obniżyły się, to wskaźniki ISM dla przemysłu i usług wzrosły.

- Z drugiej strony subindeksy zatrudnienia wskaźników PMI pozostają na bardzo słabym poziomie, co wskazuje, że wciąż lepsze nastroje przedsiębiorców nie przekładają się na wzrost popytu na pracę.

- W ten scenariusz wpisały się także rozczarowujące lutowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Zatrudnienie spadło o 92 tys., a rewizje za poprzednie dwa miesiące wskazały na mniejszy wzrost zatrudnienia (łącznie o 69 tys.). Tym samym w pierwszych dwóch miesiącach roku zatrudnienie średnio wzrosło o 30 tys. pracujących, tj. podobnie jak średnia miesięczna za cały 2025 r. (25 tys.). Po tym jak dane styczniowe zaskoczyły pozytywnie, wyniki lutowe nie potwierdziły tego optymizmu wskazując na utrzymujący się bardzo słaby popyt na zwiększanie zatrudnienia. Stopa bezrobocia w lutym ponownie wzrosła do 4,4% z 4,3% w styczniu.

- Abstrahując od sytuacji na rynku surowców na podstawie opublikowanych ostatnio danych można byłoby oczekiwać utrzymania stabilnych wyników gospodarki, choć przy utrzymujących się wyzwaniach dla rynku pracy i wydatków konsumentów. W tym scenariuszu proces stopniowej dezinflacji byłby kontynuowany.

- Notowany w ostatnim czasie wzrost cen surowców, cen transportu w globalnym handlu (wydłużane trasy, ceny ubezpieczeń frachtów) będą skutkować w krótkim okresie wzrostem inflacji. Na ile jednak ten efekt okaże się trwały dla perspektyw inflacyjnych, ale także dla sfery realnej oraz polityki pieniężnej wciąż zależy od tego, jak długi będzie konflikt oraz jak długo presja na rynku surowców będzie się utrzymywać.

- Na razie, utrzymując założenie „kilku tygodni” konfliktu zmieniliśmy prognozy rynkowe oraz inflacji w krótkim okresie (ok. 2 miesięcy) przy założeniu stopniowej normalizacji sytuacji do połowy roku. Jeżeli natomiast ryzyko wydłużenia konfliktu / utrwalenia wyższych cen surowców będzie rosło, wpłynie to na istotniejsze zmiany scenariusza makroekonomicznego w najbliższych tygodniach.

- W podobnym tonie, w kontekście perspektyw krajowej polityki pieniężnej, wypowiadał się na konferencji w minionym tygodniu prezes Adam Glapiński oraz niektórzy członkowie RPP.
- Na posiedzeniu w minionym tygodniu Rada obniżyła stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną o 25 pkt. baz. Pomimo wyższej niepewności z tytułu wojny na Bliskim Wschodzie, Rada zdecydowała o obniżce stóp z uwagi na bieżące spadki inflacji CPI oraz obniżenie prognoz średniookresowych (wg marcowej projekcji inflacyjnej inflacja CPI w horyzoncie 2028 r. utrzyma się w okolicach 2,5%, jednocześnie NBP obniżył prognozę inflacji CPI na 2026 r. do 2,3% z 2,9% prognozowanych w listopadzie). Zgodnie z wypowiedzią L. Koteckiego, marcowa obniżka stóp była krokiem, który Rada powinna już była podjąć w lutym, ale chciała poczekać na marcową projekcję.
- Podczas konferencji prasowej prezes Glapiński powiedział, że jeżeli konflikt na Bliskim Wschodzie zakończy się w przeciągu kolejnych 2 miesięcy, to Rada może powrócić do dotychczasowych scenariuszy, które dają przestrzeń do jeszcze lekkiego poluzowania polityki pieniężnej. Glapiński wskazał, że członkowie Rady opowiadają się za ewentualnymi dostosowaniami stóp, tak aby realna stopa procentowa (stopa nominalna skorygowana o inflację CPI) wyniosła 1,0% - 1,5%. Jednocześnie prezes, jak i inni członkowie Rady w swoich wypowiedziach, wskazywali na ostrożność co do scenariusza obniżek stóp, dopóki sytuacja na rynku surowców nie ustabilizuje się.
- Zgodnie z opisanym powyżej założeniem, jeżeli wzrost cen surowców nie okaże się trwały i w trakcie II kw. sytuacja zacznie stabilizować się, to oczekując spadku inflacji w II poł. roku poniżej 2,0% r/r oczekujemy jeszcze obniżenia stopy referencyjnej NBP łącznie o 50 pkt. baz. do 3,25%. Kluczowe dla materializacji tego scenariusza jest jednak założenie dot. rozwoju sytuacji na rynku surowców w II kw. br.
- Niemniej niepewności przyniosła natomiast konferencja prasowa prezesa NBP Adama Glapińskiego oraz prezydenta RP Karola Nawrockiego, na której zapowiedziano propozycje programu „SAFE 0%”. Generalnym założeniem projektu miałyby być udział banku centralnego w finansowaniu wydatków zbrojeniowych jako alternatywa dla unijnego programu „SAFE”. Ani podczas konferencji prasowej we środę, ani podczas czwartkowej konferencji prezesa NBP nie wskazano na czym dokładnie miałyby polegać rola NBP. Z konkretnych informacji prezesa Glapińskiego można tylko wskazać, że te propozycje nie implikowałyby uszczuplenia poziomu rezerw walutowych NBP, ani na skupie na rynku wtórnym obligacji emitowanych przez FWSZ/budżet państwa. Prezes Glapiński powiedział o potencjalnych rozwiązaniach w ramach obecnego stanu prawnego jak również propozycje NBP podjęcia zmian ustawodawczych, które pozwoliłyby na zwiększenie skali wsparcia banku centralnego.
- W minionych dniach otoczenie prezydenta wskazywało na ewentualne działania dotyczące wyceny rezerw walutowych NBP (gł. w złocie), czy to zmiany ustawowe dot. rachunkowego ich ujęcia, czy to ewentualne operacje sprzedaży i kupna i realizacji zysku z tytułu wzrostu ceny.
- Prawdopodobnie w bieżącym tygodniu poznamy więcej informacji dot. potencjalnej propozycji poznamy w bieżącym tygodniu. Prezes Glapiński na wtorek wystosował zaproszenie do przedstawicieli rządu oraz prezydenta,

natomiast wg nieoficjalnych informacji prezentacja publiczna tych informacji zaplanowana jest na środę.

- Do czasu zapoznania się ze szczegółami trudno ocenić potencjalny wpływ powyższych propozycji dla krajowych aktywów, natomiast nie można wykluczyć dodatkowej zmienności w warunkach „szumu informacyjnego” na ten temat. Z drugiej strony oczywiście waga tego czynnika dla krajowego rynku finansowego powinna być niewielka w porównaniu z rozwojem sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz kształtowaniem się cen i prognoz surowców.
- W nadchodzącym tygodniu wciąż to wszelkie informacje dot. wojny USA i Izraela z Iranem będą kluczowe dla sytuacji rynkowej. Choć ewentualne działania nadzwyczajne (zaplanowane spotkanie OPEC w tym tygodniu), uwolnienie rezerw strategicznych surowców, ograniczenie sankcji na sektor naftowy Rosji mogą w jakimś stopniu łagodzić skalę wzrostu cen surowców, to kluczowym czynnikiem wpływającym na prognozy gospodarczej pozostaje długość konfliktu i przede wszystkim blokady cieśniny Ormuz.
- Wciąż także mniejsze znaczenie dla inwestorów będą miały publikacje danych, w tym: lutowy wskaźnik inflacji CPI oraz styczniowe dane dot. wydatków konsumentów w USA jak również dane ze sfery realnej Chin za pierwsze dwa miesiące br. Zgodnie z zapowiedziami z minionego tygodnia podczas Ogólnochińskiego Zgromadzenia Przedstawicieli Ludowych obniżono cel wzrostu PKB w Chinach na br. do 4,7% - 5,0%, wskazywano także na istotne wyzwania cykliczne i strukturalne gospodarki Chin, jak również na potencjalne ograniczenia wsparcia chińskiej gospodarki ze strony polityki gospodarczej.
- W kraju GUS opublikuje natomiast ostateczny szacunek inflacji styczniowej uwzględniający coroczną zmianę koszyka wag. Szacujemy, że ta zmiana może lekko obniżyć inflację za styczeń do 2,1% r/r, wobec szacunku wstępnego GUS na poziomie 2,2%. Przy tym założeniu oczekujemy także obniżenia wskaźnika CPI za luty do 2,0% (publikacja danych za styczeń i luty łącznie). Znaczenie rynkowe tych danych będzie już jednak ograniczone. Sam wzrost cen paliw w marcu o ok. 15% ponownie powyższy wskaźnik inflacji do 2,7%, a perspektywy inflacji CPI w kolejnych miesiącach, jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, będą zależne od rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji CPI w lutym (13 marca)**

Prognozujemy, że w lutym wskaźnik inflacji CPI spadł do 2,0% r/r wobec 2,2% r/r styczniu (wg wstępnego szacunku GUS).

Tradycyjnie publikacji lutowej inflacji CPI towarzyszyć będzie publikacja ostatecznego szacunku styczniowej inflacji z uwzględnieniem nowego koszyka inflacyjnego, który będzie obowiązywał w 2026 r. (styczniowy wstępny szacunek był przygotowany w oparciu o „stary” koszyk obowiązujący w 2025 r.). W naszej prognozie zakładamy lekkie obniżenie szacunku styczniowej inflacji CPI do 2,1% r/r z tytułu zmiany koszyka inflacyjnego.

Przy tym założeniu oczekujemy, że w lutym wskaźnik CPI kontynuował trend spadkowy do 2,0% r/r, co było efektem kontynuacji obniżenia dynamiki cen żywności i paliw, przy lekkim wzroście inflacji bazowej do 2,8% r/r (w styczniu i lutym) wobec 2,6% r/r w grudniu oraz wzroście dynamiki cen nośników energii (za sprawą wzrostu cen opału w okresie niskich temperatur).

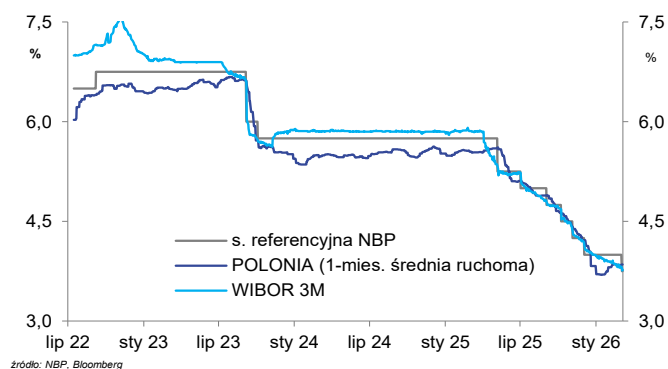
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 10 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	lut	6,6% r/r	3,0% r/r	-
03:00	CHN	Import	lut	5,7% r/r	0,9% r/r	-
środa 11 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI	lut	2,4% m/m	2,5% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	lut	2,5% m/m	2,5% m/m	-
piątek 13 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	sty	2,2% r/r (wst.)	-	2,1% r/r
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI	lut	2,2% r/r (wst. sty)	2,1% r/r	2,0% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sty	-1,4% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Dynamika PKB (rew.)	IV kw.	1,4% kw/kw (wst.)	1,4% kw/kw	-
14:30	US	Wydatki amerykańców	sty	0,4% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Dochody amerykańców	sty	0,3% m/m	0,4% m/m	-
16:00	US	Liczba wakatów wg JOLTS	sty	6 542 tys.	6 840 tys.	-
poniedziałek 16 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lut	5,2% r/r	-	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lut	0,9% r/r	-	-
03:00	CHN	Inwestycje	lut	-3,8% r/r	-	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sty	2,7% r/r	2,6% r/r	2,8% r/r
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lut	-	2,6% r/r	2,8% r/r
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	sty	-1,698 mld EUR	-0,295 mld EUR	-0,461 mld EUR
15:15	US	Produkcja przemysłowa	lut	0,7% m/m	0,4% m/m	-

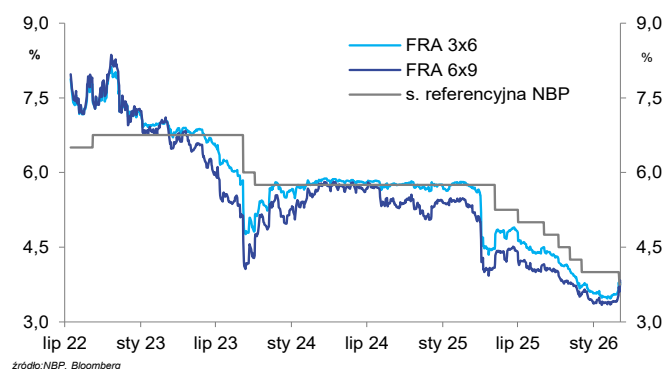
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

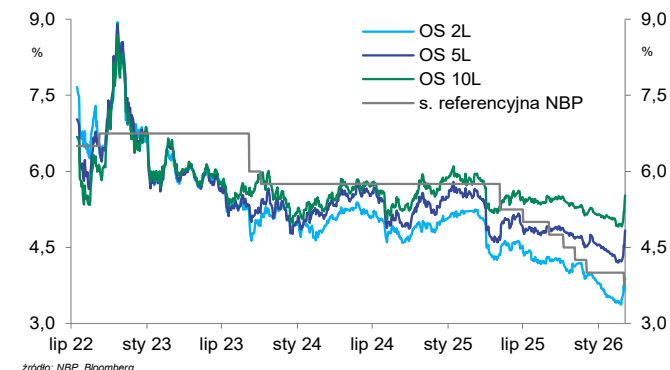
Krajowe stopy procentowe



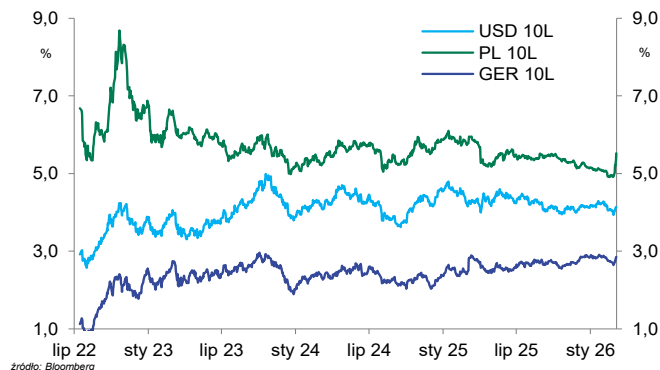
Uczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



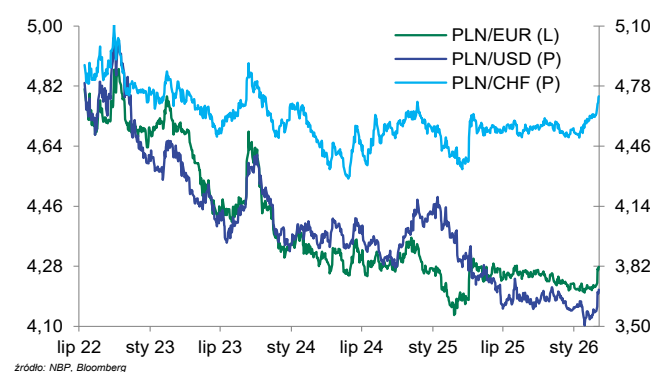
Kontowności obligacji skarbowych - Polska



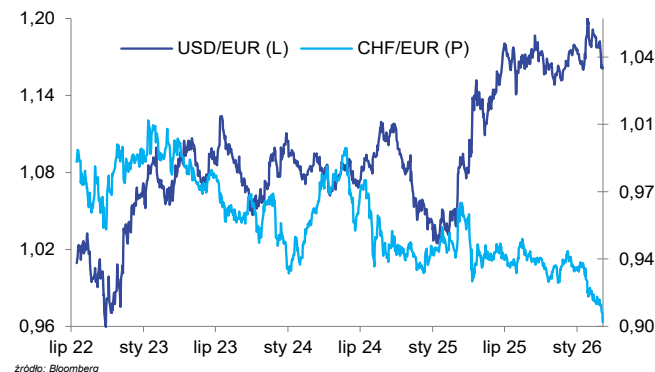
Kontowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



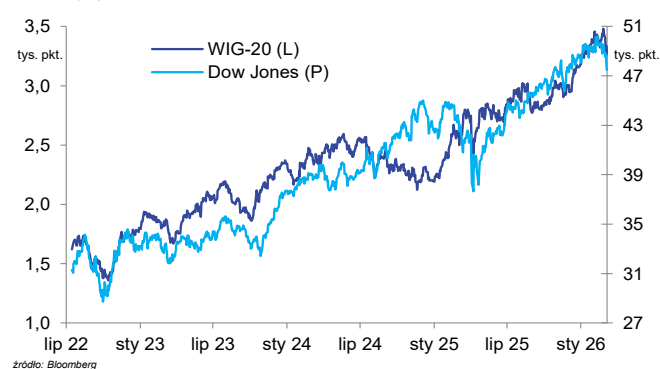
Notowania kursu złotego



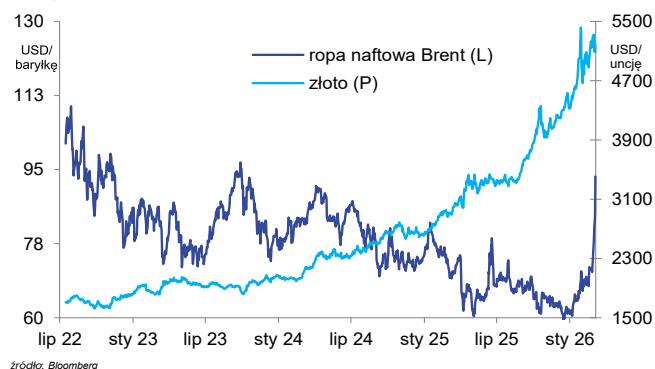
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

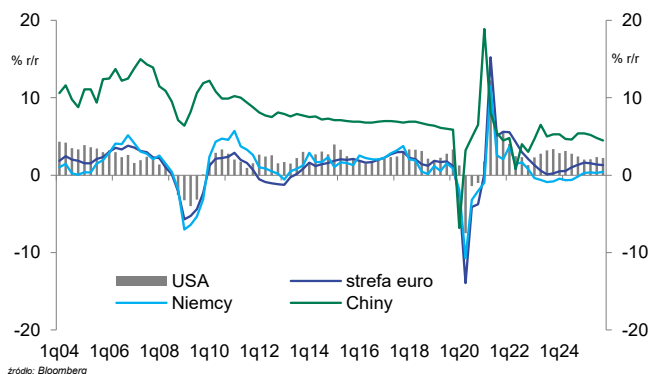


Ceny surowców

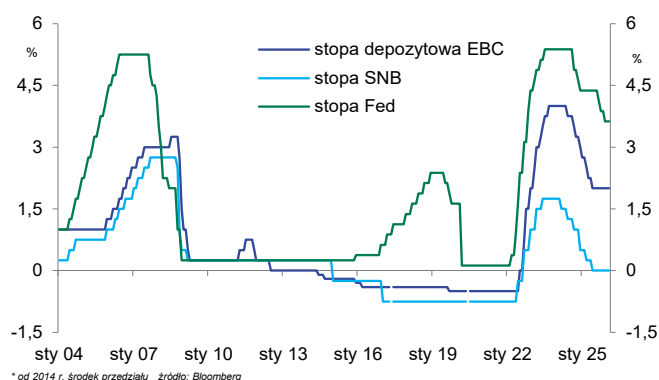


Sfera realna

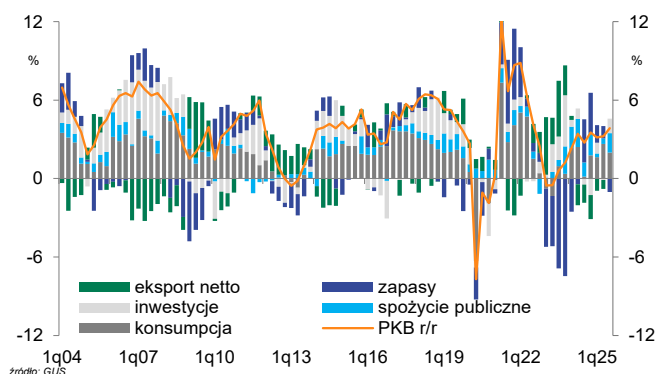
Wzrost PKB za granicą



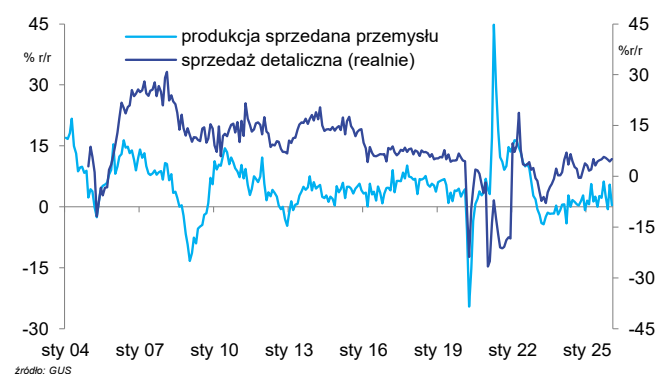
Stopy procentowe za granicą



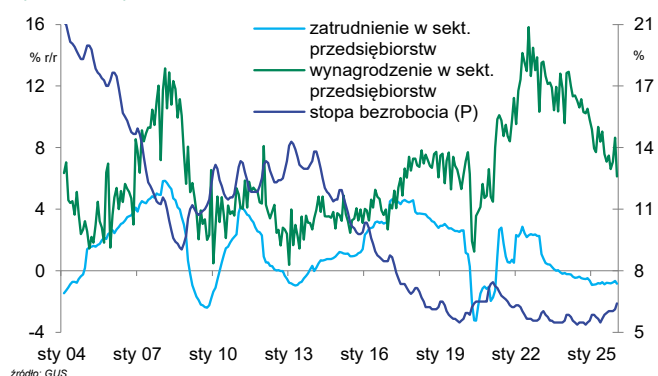
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



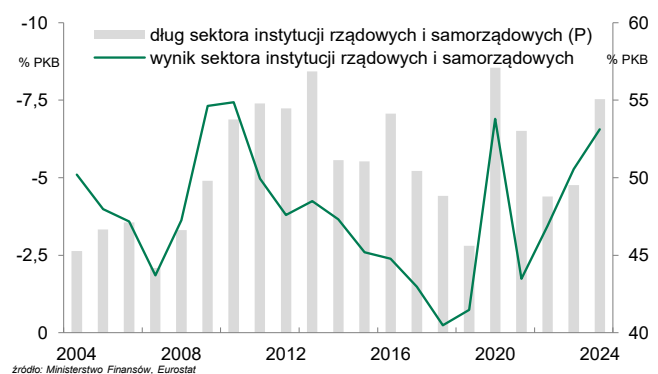
Rynek pracy



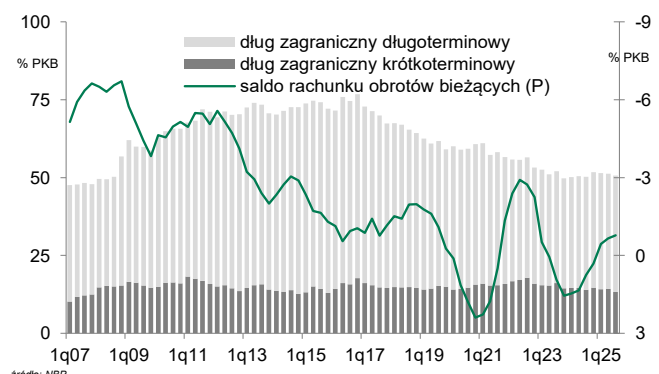
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Konwergencja zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2026	26.02.2026	05.03.2026	31.03.2026	30.04.2026	30.06.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,50	4,50	4,25	4,25	4,25	4,00
Stopa referencyjna NBP	%	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa NBP	%	3,50	3,50	3,25	3,25	3,25	3,00
WIBOR 3M	%	3,80	3,84	3,76	3,70	3,55	3,55
FRA 3x6	%	3,57	3,57	3,70	-	-	-
FRA 6x9	%	3,44	3,43	3,66	-	-	-
FRA 9x12	%	3,40	3,40	3,71	-	-	-
IRS 2L	%	3,59	3,59	3,85	-	-	-
IRS 5L	%	3,78	3,79	4,12	-	-	-
IRS 10L	%	4,19	4,20	4,51	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,49	3,48	3,75	3,90	3,80	3,50
Obligacje skarbowe 5L	%	4,24	4,23	4,64	4,80	4,70	4,40
Obligacje skarbowe 10L	%	4,92	4,91	5,34	5,50	5,40	5,05
PLN/EUR	PLN	4,22	4,22	4,27	4,30	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,58	3,58	3,68	3,72	3,66	3,65
PLN/CHF	PLN	4,63	4,62	4,72	4,73	4,66	4,62
USD/EUR	USD	1,18	1,18	1,16	1,16	1,16	1,17
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
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	4,00	4,14	4,15	4,10	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,64	2,69	2,84	2,90	2,85	2,75

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.