

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

16 marca 2026

## Trwająca blokada cieśniny Ormuz utrzymuje presję na ceny surowców. W bieżącym tygodniu posiedzenia Fed i EBC.

- Po okresowej poprawie nastrojów rynkowych i spadku cen ropy Brent, po tym jak w poniedziałek prezydent Trump powiedział, że przebieg wojny jest szybszy wobec założeń administracji USA, pod koniec tygodnia sytuacja rynkowa ponownie pogorszyła się. Poza retoryką nie pojawiły się żadne informacje ani wydarzenia, które wspierałyby scenariusz szybkiego zakończenia konfliktu na Bliskim Wschodzie. Przeciwnie, utrzymujące się ostrzały przez Iran państw Zatoki Perskiej, trudności handlu w Cieśninie Ormuz, brak spójnej strategii dot. eskorty wojskowej statków (sprzeczne informacje prezydenta oraz dowództwa sił wojskowych USA), a szczególnie weekendowe wezwanie przez prezydenta Trumpa innych krajów w zaangażowanie się w ochrony tankowców przepływających przez cieśninę raczej wzmogły obawy, że sytuacja będzie trudniejsza do opanowania.
- W rezultacie, po spadku cen ropy poniżej 90 USD/baryłkę (Brent) we wtorek, pod koniec tygodnia cena ropy ponownie przekroczyła poziom 100 USD/baryłkę, pomimo środowej decyzji Międzynarodowej Agencji Energetycznej (MAE) o uwolnieniu z rezerw strategicznych 400 mln baryłek ropy. Dziś cena wynosi ok. 105 USD/baryłkę. Po okresowym spadku do 40 EUR/MWh ceny spotowe gazu na giełdzie TTF pod koniec tygodnia powróciły w kierunku 55 EUR/MWh
- W kontekście rynkowym konflikt na Bliskim Wschodzie w dalszym ciągu przede wszystkim wpływa na prognozy inflacyjne, oczekiwania dot. polityki pieniężnej i tym samym na wzrost rentowności obligacji skarbowych. W minionym tygodniu ponownie wzrosły oczekiwania rynkowe dot. przyszłych stóp Fed i EBC. Obecnie rynek jako minimalne ocenia szanse na złagodzenie polityki Fed w I poł. roku, a w II poł. roku oczekuje już jedynie cięcia o 25 pkt. baz. (od początku konfliktu wzrost oczekiwanej stopy Fed na koniec br. o 35 pkt. baz.). W przypadku EBC rynek wycenia obecnie podwyższenie stóp o 25 pkt. baz. do lipca br. W rezultacie, w minionym tygodniu rentowności zarówno amerykańskie jak i niemieckie wzrosły o 14 i 12 pkt. baz. odpowiednio do 4,28% i 2,98% w przypadku papierów 10-letnich.
- Jeszcze silniej zmieniły się oczekiwania dot. krajowej polityki pieniężnej. Stawki FRA w terminie 9x12 wzrosły w skali tygodnia o 50 pkt. baz., a od początku konfliktu na Bliskim Wschodzie o 100 pkt. baz. W skali tygodnia rentowności krajowych obligacji skarbowych wzrosły od 22 pkt. baz. (10-latki) do 51 pkt. baz. (2-letnie papiery). W zbliżonej skali wzrosły także stawki IRS.
- Jak na skalę szoku surowcowego, skalę zmian cen aktywów o wyższym profilu ryzyka można uznać za umiarkowaną. W minionym tygodniu globalny indeks giełdowy MSCI obniżył się o 1,5%, w tym w USA o 1,6%, w grupie rynków wschodzących o 1,4% przy stabilizacji indeksu dla krajów strefy euro. Od końca lutego globalny indeks MSCI obniżył się o 4,5%. Indeks WIG w minionym tygodniu stracił 0,2%, a od początku konfliktu 5%.

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

- Także na rynku walutowym zmiany przebiegają stopniowo. W minionym tygodniu dolar ponownie zyskał na wartości (w relacji do koszyka walut) o 0,7%, co przy deprecjacji euro o 0,6% przesunęło kurs euro wobec dolara w kierunku 1,14 USD/EUR. W przypadku rynków wschodzących więcej walut traci na wartości, niż zyskuje, natomiast nie jest to silna zmiana, a dane zewnętrznych instytucji analitycznych wskazują raczej na ograniczenie bardzo silnego w okresie styczeń – luty napływu kapitału zagranicznego na te rynki, niż na sygnały gwałtownego odpływu kapitału z tych rynków.
- Także na krajowym rynku walutowym sytuacja pozostaje dość spokojna. Złoty w relacji do koszyka walut stracił na wartości 0,5%, deprecjacja koncentruje się natomiast wobec wzmacniającego się dolara, w relacji do euro kurs nawet minimalnie umocnił się do 4,26 PLN/EUR. Od początku konfliktu kurs pozostaje w wąskim przedziale wahań 4,25 – 4,30 PLN/EUR, silniej tracąc na wartości wobec dolara (15 gr) i franka szwajcarskiego (10 gr).
- W ograniczonym stopniu, póki co szok surowcowy przekłada się na obawy dot. sfery realnej. W tym kontekście istotne będą zapewne posiedzenia banków centralnych (Fed, EBC, Bank Japonii, Bank Anglii, Bank Szwajcarii). W przypadku wszystkich posiedzeń powszechnie oczekiwana jest stabilizacja stóp procentowych, natomiast duża uwaga rynkowa będzie skupiała się wokół komunikatów i wystąpień prezesów banków podczas konferencji prasowych w kontekście przyszłych decyzji.
- Oczekujemy, że zarówno FOMC jak i EBC wskaże na wyraźny wzrost niepewności dot. perspektyw inflacji oraz podwyższy średnioroczne prognozy inflacji w ramach aktualizacji prognoz gospodarczych. W przypadku Fed oczekujemy jednak bardziej zrównoważonego komunikatu dot. bilansu ryzyka, biorąc pod uwagę utrzymujące się bardzo słabe dane z rynku pracy. W przypadku EBC publikowane niezłe dane makroekonomiczne, większa obawa przed powtórzeniem błędu po szoku w 2022 r. w postaci zbyt późnego podwyższenia stóp może przekładać się na silniejsze „jastrzębie” akcenty. Trudno także będzie radzie EBC utrzymać dotychczasową ocenę „dobrego pozycjonowania polityki pieniężnej”. Z drugiej strony, przy tak dużej niepewności dot. rozwoju konfliktu w najbliższych 2-4 tygodniach, nie sądzimy, aby komitet FOMC czy też rada EBC zdecydowały się na „zapowiedzi” podwyżek stóp w krótkim okresie, raczej ponownie silniej podkreślany będzie przekaz dot. potrzeby analizy i podejmowania decyzji „z posiedzenia na posiedzenie”.
- Poza wcześniej opublikowanymi danymi z amerykańskiego rynku pracy (wskazującymi na utrzymywanie się słabej koniunktury na początku roku) zapewne ograniczone znaczenie dla decyzji FOMC będą miały wyniki publikacji z ostatniego tygodnia: - niezłe wskaźniki ankiety JOLTS dot. liczby wakatów w USA, stabilne wyniki wydatków konsumentów na początku br., - stabilizacja bazowego wskaźnika CPI na poziomie 2,5% r/r i utrzymanie powyżej 3,0% r/r bazowego indeksu PCE.
- Do pozytywnego obrazu gospodarki globalnej z początku br. dołączyły także opublikowane dziś rano dane dot. gospodarki chińskiej za okres styczeń – luty. Po tym jak wyraźnie pozytywnie zaskoczyły dane dot. handlu zagranicznego, szczególnie eksportu, także pozytywnie zaskoczyły wyniki produkcji przemysłowej, a co ważniejsze nakładów inwestycyjnych. Po solidnych spadkach tych nakładów przez cały 2025 r. na początku br. ich dynamika

powróciła do dodatniego poziomu. Mocniejsze niż pod koniec ub.r., choć wciąż bardzo słabe wyniki notowała sprzedaż detaliczna, co świadczy o wciąż ograniczonej poprawie sytuacji konsumentów.

- W kraju w minionym tygodniu GUS opublikował [dane dot. inflacji CPI](#) w styczniu (ostateczny szacunek) i lutym. W obu miesiącach wskaźnik ukształtował się na poziomie 2,1% r/r wpisując się we wcześniejszy trend spadkowy. Z punktu widzenia kolejnych miesięcy te publikacje nie mają natomiast znaczenia, gdyż dotychczasowy (blisko 20-procentowy) wzrost cen paliw będzie powodem silnego wzrostu marcowej inflacji CPI. Według bardzo wstępnej prognozy w marcu wskaźnik inflacji CPI wzrośnie powyżej 3,0% r/r.
- Jak już wskazywaliśmy, z szerszym przeglądem prognoz wstrzymujemy się do ostatniego tygodnia marca. Na razie pozostajemy przy założeniu okresowego konfliktu i wzrostu cen, który w trakcie II kw. będzie stopniowo wygasać. Przy realizacji tego scenariusza wciąż możliwe byłoby umiarkowane poluzowanie polityki monetarnej, natomiast perspektywa najbliższego ewentualnego obniżenia stóp przesuwana się na II połowę roku (najwcześniej w lipcu). Oczywiście, ryzyko braku obniżek stóp w br., gdyby scenariusz przedłużonego konfliktu okazał się bazowym, pozostaje bardzo wysokie.
- W minionym tygodniu odbyło się zarówno spotkanie NBP, prezydenta oraz przedstawicieli rządu dot. programu „SAFE 0%” jak i konferencja prasowa prezesa Głapińskiego, podczas której zaprezentowany został pomysł „aktywnego zarządzania rezerwami” przez NBP. Zgodnie z tym pomysłem bank centralny mógłby stopniowo zmieniać strukturę rezerw NBP (nie zmieniając ich wartości) poprzez sprzedaż złota i zakup innych aktywów. W ramach tych operacji NBP zysk ze sprzedaży złota byłby przeznaczony na specjalny fundusz finansujący zbrojenia. Podczas konferencji prasowej prezes NBP wskazał natomiast, że ta propozycja nie spotkała się z zainteresowaniem rządu, stąd zarząd NBP nie będzie podejmował w tym kierunku żadnych działań.
- Po czwartkowym wecie prezydenta Karola Nawrockiego ustawy o SAFE, w piątek rząd podjął uchwałę w sprawie zaciągnięcia pożyczki z SAFE, która zostanie zaciągnięta przez BGK na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych. Zgodnie z pojawiającymi się informacjami pierwsze transze środków z SAFE mogłyby zostać Polsce przekazane w kwietniu.
- Tak jak w minionych dwóch tygodniach, sytuacja na rynkach finansowych będzie przede wszystkim pochodną rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie i kształtowania się cen surowców energetycznych. Kluczowe będą wszelkie nowe informacje dot. sytuacji w regionie Cieśniny Ormuz. Jednocześnie utrzymanie niezmięionej sytuacji, poprzez przedłużanie się konfliktu oraz spadku podaży ropy i gazu będzie cały czas pogarszało nastroje rynkowe.
- W bieżącym tygodniu GUS rozpocznie publikację lutowych danych ze sfery realnej gospodarki, niemniej w obliczu sytuacji w rejonie Zatoki Perskiej oraz kumulacji posiedzeń banków centralnych, te publikacje nie będą miały zapewne żadnego znaczenia rynkowego.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

### • Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (17–18 marca)

**Oczekujemy, że komitet FOMC pozostawi bez zmian stopy procentowe, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 3,50% – 3,75%.**

Ważniejsze od samej decyzji będzie zapewne wystąpienie prezesa Fed Powella dot. perspektyw polityki pieniężnej. Dotychczas publikowane dane (nieco słabsze dane z rynku pracy, kontynuacja spadku inflacji bazowej CPI z początkiem br.) dawałyby przestrzeń do lekkiego złagodzenia przekazu FOMC. Jednocześnie jednak gwałtowny wzrost cen surowców oraz wysoka niepewność dot. kształtowania się tych cen w miesiącach kolejnych (w zależności od rozwoju konfliktu USA i Izraela z Iranem i blokady cieśniny Ormuz) ograniczają potencjał do złagodzenia przekazu komitetu w krótkim okresie.

Pomimo wzrostu cen surowców i prognoz inflacji nie zakładamy także wyraźnego zaostrzenia przekazu FOMC biorąc pod uwagę niepewność dot. ostatecznego rozwoju sytuacji i tym samym jej wpływu nie tylko na inflację, ale także na wzrost gospodarczy. Oczekujemy przekazu, że bank centralny będzie gotowy reagować na każdy scenariusz w zależności od rozwoju sytuacji makroekonomicznej.

Biorąc pod uwagę skalę niepewności minimalnie większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi utrzymania grudniowych prognoz ścieżki stóp procentowych (implikującego jedną obniżkę stóp o 25 pkt. baz. w 2026 r.), choć ryzyko, że w bazowym scenariuszu większość członków FOMC założy brak zmian stóp, jest bardzo wysokie.

### • Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (19 marca)

**Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na stabilnym poziomie, w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%.**

Ważniejsze od samej decyzji będzie zapewne wystąpienie prezes EBC Lagarde dot. perspektyw polityki pieniężnej. Gwałtowny wzrost cen surowców energetycznych i wzrost niepewności dot. kształtowania się tych cen w średnim okresie, ryzyko ponownego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach utrudni utrzymanie przekazu dot. „dobrego pozycjonowania polityki pieniężnej”. Tym samym w warunkach publikacji niezłych danych ze sfery realnej rada EBC może zaostrzyć przekaz wskazując na wyższe ryzyko dla prognoz inflacji i asymetryczny bilans ryzyka dla stóp w kierunku ich podwyżki. Te zmiany może także wzmacniać ocena zbyt późnej reakcji EBC na wzrost inflacji w 2022 r.

Z drugiej strony, bardzo wysoka niepewność rozwoju sytuacji geopolitycznej i cen surowca, niepewność jak ta zmienność wpłynie na prognozy dla sfery realnej będzie hamować zbyt silne zaostrzenie tej retoryki, przy w naszej ocenie niskim prawdopodobieństwie zaostrzenia polityki monetarnej w najbliższych miesiącach. Oczekujemy przekazu, że bank centralny będzie gotowy reagować na każdy scenariusz w zależności od rozwoju sytuacji makroekonomicznej i jeszcze silniejszego akcentowania, że decyzje Rady będą podejmowane „z posiedzenia na posiedzenie”.

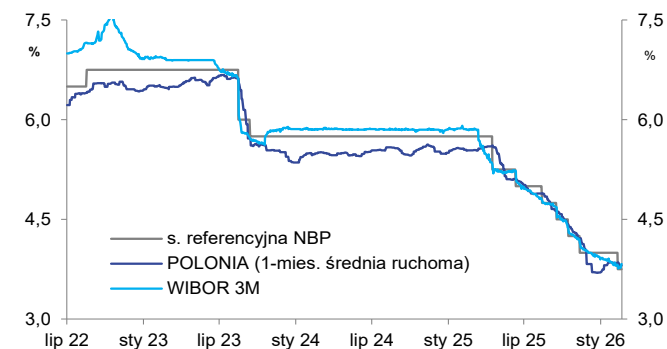
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 16 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sty	2,7% r/r	-	2,6 – 2,8% r/r*
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lut	-	-	2,6 – 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	-
środa 18 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	mar	3,50% – 3,75%	3,50% – 3,75%	3,50% – 3,75%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	mar	-	-	-
czwartek 19 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	CH	Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii dot. stóp procentowych	mar	0,00%	0,00%	0,00%
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	lut	-0,8% r/r	-0,8% r/r	-0,8% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	lut	6,1% r/r	6,6% r/r	6,8% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	lut	-1,5% r/r	1,5% r/r	1,3% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	lut	-2,6% r/r	-2,4% r/r	-2,2% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	lut	-12,8% r/r	-7,6% r/r	-6,1% r/r
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	mar	3,75%	3,75%	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	mar	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	mar	3,50%	3,50%	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC	mar	-	-	-
poniedziałek 23 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	lut	4,4% r/r	5,9% r/r	6,2% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lut	10,0% r/r	10,0% r/r	10,2% r/r

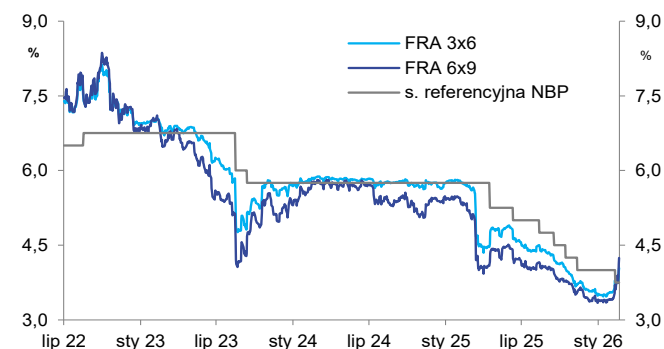
\* szacunek na podstawie danych z flash CPI  
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

## Rynki finansowe

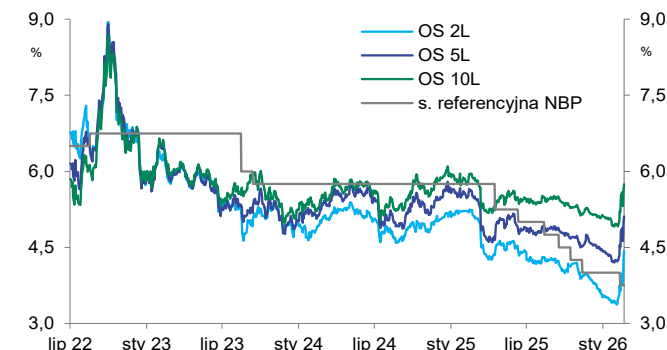
### Krajowe stopy procentowe



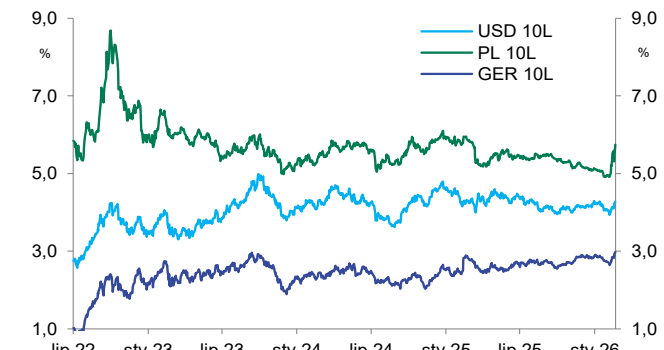
### Uczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



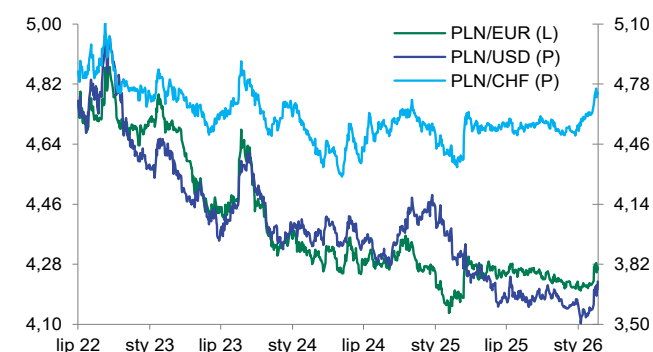
### Krentowności obligacji skarbowych - Polska



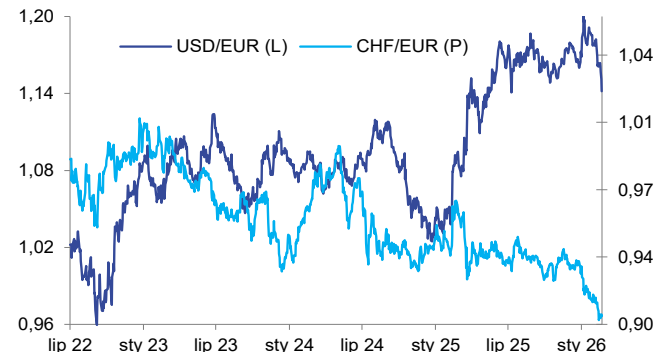
### Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



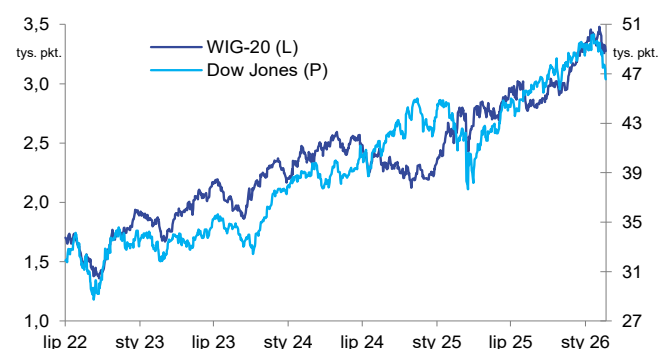
### Notowania kursu złotego



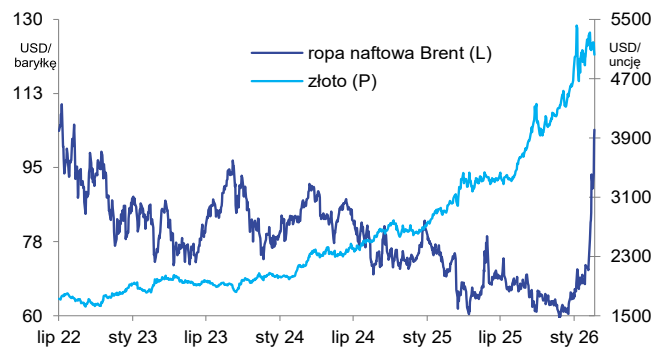
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

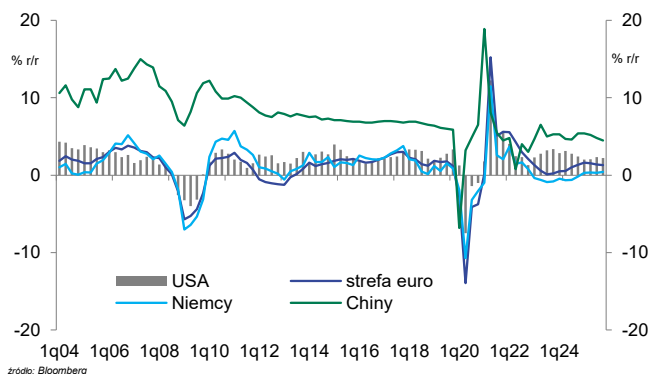


### Ceny surowców

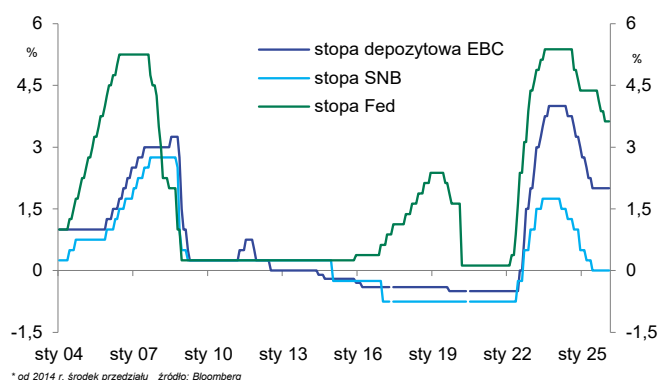


## Sfera realna

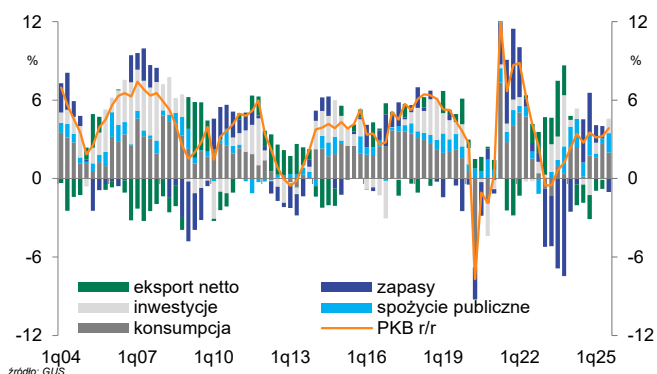
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



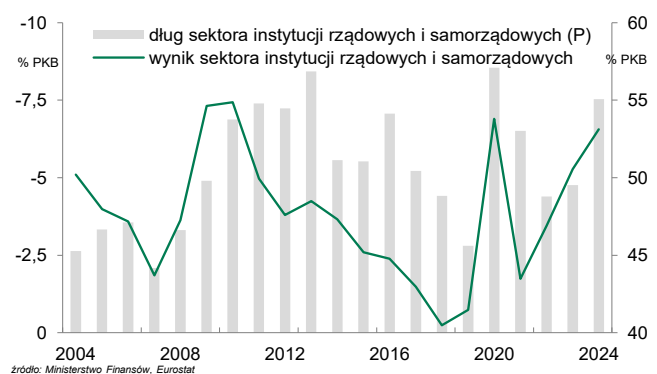
### Rynek pracy



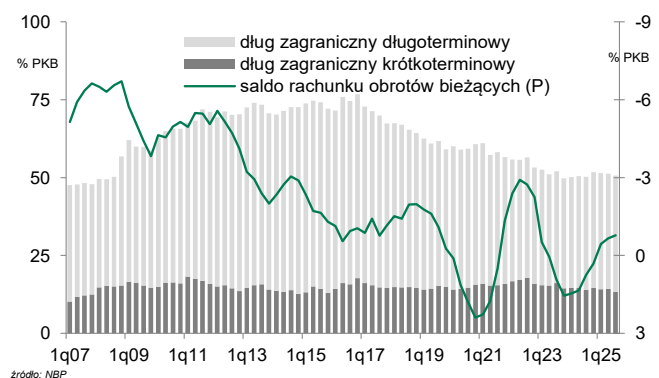
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Konrowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2026	06.03.2026	13.03.2026	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	3,77	3,83	3,80	3,80	3,80
FRA 3x6	%	3,57	3,79	4,04	-	-	-
FRA 6x9	%	3,44	3,84	4,24	-	-	-
FRA 9x12	%	3,40	3,90	4,41	-	-	-
IRS 2L	%	3,59	4,01	4,42	-	-	-
IRS 5L	%	3,78	4,28	4,62	-	-	-
IRS 10L	%	4,19	4,66	4,90	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,49	3,90	4,43	4,40	4,25	4,10
Obligacje skarbowe 5L	%	4,24	4,83	5,11	5,05	4,95	4,80
Obligacje skarbowe 10L	%	4,92	5,53	5,74	5,65	5,50	5,40
PLN/EUR	PLN	4,22	4,28	4,27	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,58	3,70	3,73	3,70	3,68	3,66
PLN/CHF	PLN	4,63	4,73	4,73	4,70	4,67	4,64
USD/EUR	USD	1,18	1,16	1,14	1,15	1,16	1,16
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	4,14	4,28	4,15	4,10	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,64	2,86	2,98	2,90	2,85	2,80

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 jakiejkolwiek 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.