

KOMENTARZ BIEŻĄCY

19 marca 2026

Rada EBC utrzymała stopy bez zmian, wyraźna zmiana bilansu ryzyka dla polityki pieniężnej.

- **Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego pozostawiła niezmiennione stopy procentowe w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%.**
- Decyzja rady była zgodna z powszechnymi oczekiwaniami. Zgodnie z informacjami prezes EBC Ch. Lagarde decyzja rady była jednorodna.
- **W komunikacie rady wskazano na wzrost niepewności z powodu wojny na Bliskim Wschodzie i na związany z tym wzrost prognoz inflacji** oraz obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego. Zgodnie z zapisami komunikatu „Rada jest w dobrej sytuacji i może poradzić sobie z niepewnością”. Wskazano na stabilny, zgodny z celem EBC poziom bieżącej inflacji, mocno zakotwiczone oczekiwania inflacyjne oraz sporą odporność gospodarki strefy euro w ostatnich kwartałach.
- Członkowie Rady EBC będą analizować napływające w nadchodzącym czasie dane, które pomogą ocenić, jak wojna wpłynie na perspektywy inflacji. W komunikacie podtrzymano także zapis dot. podejmowania decyzji oraz ustalania odpowiedniego nastawienia polityki pieniężnej z posiedzenia na posiedzenie na podstawie napływających danych.
- W najnowszej projekcji makroekonomicznej nietypowo wydłużono okres danych wsadowych (do 11.03), stąd projekcja uwzględnia już istotny wzrost cen surowców energetycznych z pierwszych 10 dni wojny. Wyższe ceny surowców energetycznych są powodem podwyższenia prognoz inflacji HICP oraz inflacji bazowej, w szczególności w krótkim okresie. Zgodnie z tymi prognozami średnioroczna inflacja HICP w 2026 r. wyniesie 2,6%, po czym obniży się do 2,0% oraz 2,1% w 2027 i 2028 r. Z kolei wskaźnik bazowy ma wynieść 2,3%, 2,2% oraz 2,1% kolejne w latach 2026 – 2028. W najnowszej projekcji obniżona została lekko prognozowana ścieżka wzrostu PKB. Jednocześnie EBC przygotował alternatywne scenariusze, silniejszego wzrostu cen ropy oraz silniejszego wzrostu cen ropy i dodatkowo dłuższego okresu utrzymywania się tych wyższych cen. W tych wariantach wzrost inflacji byłby silniejszy, mocniejsze byłyby też negatywne dostosowania wzrostu gospodarczego.
- **Podczas konferencji prasowej prezes EBC powtórzyła przekaz dot. analizy napływających danych oraz podejmowania decyzji „z posiedzenia na posiedzenie”. Podkreślała także wysoką niepewność w związku z kolejnym szokiem w globalnej gospodarce. Inaczej niż dotychczas wskazała na pewne rozróżnienie, że „rada pozostaje dobrze pozycjonowana”, ale że „inflacja nie jest w dobrym miejscu”.** Tym samym wskazała na przesunięcie dotychczasowych akcentów w kierunku ryzyka zacieśnienia polityki pieniężnej. Prezes EBC wskazywała, że Rada ma narzędzia, aby zaadresować ryzyko wzrostu inflacji w średnim okresie.
- **Z drugiej strony ani w samym komunikacie, ani w trakcie konferencji nie padły żadne konkretniejsze wypowiedzi „zapowiadające” podwyżkę stóp procentowych, stąd te zmiany akcentów interpretujemy jako otwarcie takiej**

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

opcji w przyszłości, niż chęć „przedstawienia takiego scenariusza jako bazowy dla Rady”. W odpowiedzi na pytanie dot. możliwej podwyżki stóp już na kolejnym posiedzeniu prezes EBC odpowiedziała, że „Rada będzie robić to, co powinna robić” i nie wskazuje na żadną ścieżkę ani punkty czasowe.

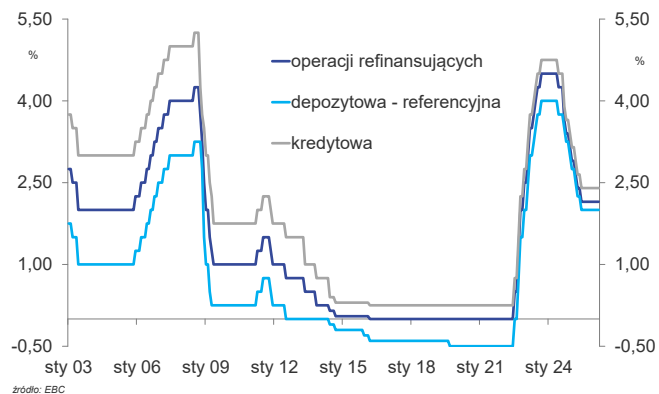
- Wśród najważniejszych dla Rady czynników w nadchodzących tygodniach wymieniła: kształtowanie się cen surowców energetycznych, zakłócenia w łańcuchach dostaw, oczekiwania inflacyjne / cenowe przedsiębiorstw oraz wskaźnik oczekiwanych wynagrodzeń. Rada będzie szczególnie wyczulona na wszelkie sygnały pośredniego wpływu wzrostu cen surowców na inflację (w tym tzw. efekty drugiej rundy).

- **Biorąc pod uwagę powyższe, kluczowy dla kolejnych decyzji Rady EBC będzie rozwój konfliktu na Bliskim Wschodzie i tym samym kształtowanie się cen surowców. Jako ograniczone oceniamy ryzyko podwyżki już na najbliższym posiedzeniu pod koniec kwietnia, natomiast jeżeli do tego czasu sytuacja na rynku surowców nie poprawi się wyraźnie, to prawdopodobne jest dalsze zaostrzenie retoryki EBC otwierające opcję podwyżki stóp w kolejnych miesiącach. Przyjmując, póki co nasze dotychczasowe założenie wygasania konfliktu, stabilizowania się cen surowców w trakcie II kw. i powrotu niższych cen w II połowie roku zakładamy, że w 2026 r. rada EBC utrzyma stabilne stopy procentowe pomimo okresowego wzrostu inflacji.**

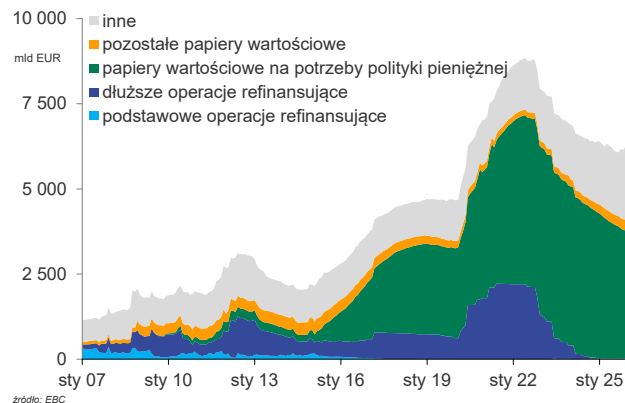
- Bieżąca sytuacja geopolityczna skutkuje natomiast bardzo wysokim ryzykiem dla tego scenariusza i odwróceniem bilansu ryzyka dla stóp w kierunku ich wyższego poziomu w II poł. roku.

	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	2q26	3q26	4q26	1q27
stopa depozytowa %	2,00	cze 24 -25 p.b.	4,00	cze 25 -25 p.b.	-	2,00	2,00	2,00	2,00
stopa operacji refinansujących %	2,15	cze 24 -25 p.b.	4,50	cze 25 -25 p.b.	-	2,15	2,15	2,15	2,15

Stopy procentowe EBC



Bilans EBC – struktura aktywów



stopa procentowa		kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26
stopa depozytowa	%	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
stopa operacji refinansujących	%	2,40	2,40	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
stopa kredytowa	%	2,65	2,65	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40

źródło: EBC

if – close monitoring second round effect

growth – downside, war + global policy

inflation – upside (short – term) energy then expectations and wage

1. How discussion? How many camps?

The process through:

In depth discussion,

Members briefed by experts

Group: calm + determined, analyzing, unanimous decision, no range of views. Not to move rates

2. Markets: how fast ready to act? When it is time?

Continue doing what should doing. Well positioned, not in a good place, well equipped to deal with shock. Will continue to do that.

Meeting by meeting / based on data

No timeline, no date.

3. Reaction function. What would trigger action?

3 principles: every data, particularly: commodity prices / supply bottlenecks / price expectations of firms / demand indicators / wage trackers /

Now – severe shock, propagation (indirect effects) durability / strength

4. Preview alternative scenario? How high inflation how long? How much into core inflation

First baseline 4.03 (not actual)

Second baseline 11.03 present there is a bit of propagation

Two scenarios – adverse (price higher but falls back to 4.03) + severe (higher but longer) till 4.03 beyond 4.03 march projection

5. What lessons from 2022?

6.

7. ddd