

Pętla eskalacji i deeskalacji

- **Poniedziałek na rynkach finansowych przyniósł duże wahania notowań, w szczególności ropy naftowej, które istotnie wpływały na ceny innych aktywów, głównie tych z rynków FX i FI.** Finalnie, po burzliwej sesji, złoty umocnił się, a krajowe SPW zmniejszyły skalę wzrostów rentowności. Na rynkach bazowych notowania ropy naftowej zakończyły dzień poniżej 100 USD/bbl, indeksy giełdowe z USA poszły w górę, a dolar w niewielkim stopniu osłabił się. **We wtorek oczekujemy stopniowego uspokajania rynkowych nastrojów, choć wtórne turbulencje poniedziałkowych przesunięć notowań mogą być jeszcze na niektórych grupach aktywów widoczne. W naszej opinii kursy głównych par z PLN mogą przesunąć się bliżej środkowych partii lokalnych trendów bocznych, a na rynkach FI uspokojenie nastrojów, szczególnie na surowcach energetycznych, może wspierać notowania krajowych SPW.**
- **Dziś nadal koncentrujemy się na wydarzeniach zw. z wojną na Bliskim Wschodzie.** Rozwój sytuacji – szczególnie istotny dla przyszłej ścieżki cen surowców – będzie zależał od wielu czynników, m.in. skali militarnego zaangażowania Iranu, skuteczności systemów obronnych państw Zatoki Perskiej, determinacji USA do trwania w konflikcie, tempa ponownego otwierania cieśniny Ormuz oraz ewentualnych zmian w szlakach dostaw. Te kwestie będą w najbliższym czasie kształtować odpowiedzi na pytania o przyszłość globalnej gospodarki. **W tle pozostaje zasadnicze pytanie, czy oczekiwania na szybkie zakończenie konfliktu będą dalej słabnąć.**
- **Na dziś nie zaplanowano publikacji istotnych globalnie danych, choć pewne zainteresowanie mogą wzbudzić drugorzędne odczyty, w szczególności na temat inflacji za luty z Węgier i Czech.** W obu gospodarkach oczekiwany jest spadek dynamiki cen do niskich poziomów. Wyniki te będą istotne w kontekście nadchodzących miesięcy, gdyż przed nami najpewniej ponowny wzrost inflacji.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

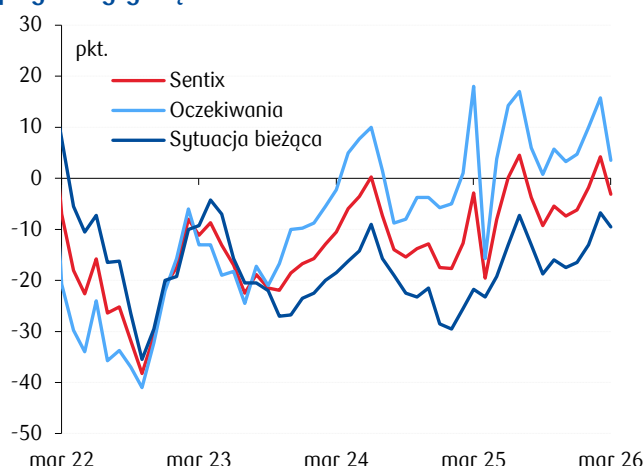
	Wartość 2026-03-09	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	120 329	-0,3
STOXX Europe 600	595	-0,6
S&P500	6 796	0,8
Waluty:		
EURPLN	4,25	-0,3
USDPLN	3,65	-0,6
CHFPLN	4,69	-0,9
EURUSD	1,16	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,09	13
PL5Y	4,96	6
PL10Y	5,60	3
DE10Y	2,86	0
US10Y	4,13	0
Surowce:		
Ropa Brent	99	6,8
Złoto	5137	-0,6

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski
(zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

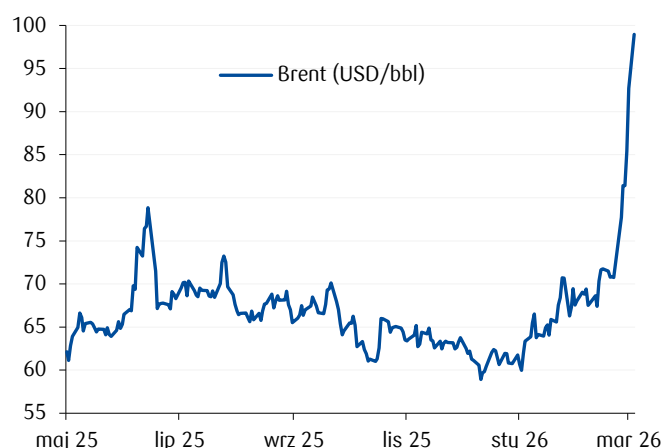
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT: Wojna na Bliskim Wschodzie i jej skutki nadal się rozszerzają.** USA i Izrael kontynuują ataki na Iran, a Teheran odpowiada atakami raketowymi i dronowymi na Izrael oraz państwa Zatoki Perskiej. **Rakieta balistyczna**

Nastroje inwestorów w strefie euro wg indeksu Sentix pogorszyły się w obliczu konfliktu na Bliskim Wschodzie



Ropa Brent zakończyła dzień poniżej 100 USD/bbl, choć w czasie sesji jej kurs zbliżał się do 120 USD/bbl



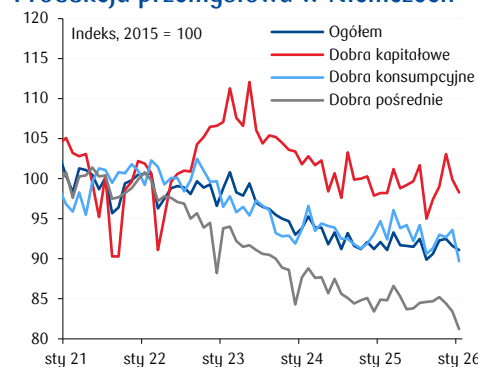
wystrzelona z Iranu wleciała w turecką przestrzeń powietrzną i została przechwycona przez system obrony powietrznej NATO. To drugi taki incydent w ciągu tygodnia, co zwiększa ryzyko bezpośredniego wciągnięcia NATO w konflikt. **Produkcja ropy w Arabii Saudyjskiej została ograniczona** w reakcji na niemal całkowite zablokowanie transportu przez cieśninę Ormuz. Podobne cięcia wprowadziły także ZEA, Kuwejt i Irak. Odbędzie się nadzwyczajne spotkanie ministrów finansów państw G7, w którym uczestniczyli także szefowie IEA, MFW, Banku Światowego i OECD. **G7 zadeklarowało gotowość do podjęcia działań stabilizujących rynek energii**, w tym ewentualnego uwolnienia strategicznych rezerw ropy, jeśli będzie to konieczne dla wsparcia globalnej podaży.

- **USA:** Po rozmowie z W.Putinem, Prezydent USA powiedział, że oczekuje, że wojna z Iranem bardzo szybko się skończy. D.Trump zapowiedział również, że jeśli Iran będzie blokował transport ropy Cieśniną Ormuz, to reakcją będzie atak USA 20-krotnie silniejszy niż dotychczas, który sprawi, że odbudowanie Iranu będzie niemal niemożliwe. **Wypowiedź zwiększyła nadzieje na szybką deeskalację i powrót ruchu morskiego w Cieśninie Ormuz, co skutkowało m.in. obniżeniem cen kontraktów na ropę.** Wcześniej D.Trump stwierdził, że USA nie są „nawet blisko” decyzji o wysłaniu wojsk lądowych do Iranu, które miałyby zabezpieczyć instalacje nuklearne w Isfahanie. Podkreślił, że żadna decyzja w tej sprawie nie została jeszcze podjęta, mimo wcześniejszych doniesień medialnych, że taki scenariusz jest rozważany.
- **GER:** **Produkcja przemysłowa w styczniu spadła o 0,5% m/m (sa)** po spadku o 1,0% m/m w grudniu oraz o 1,2% r/r. Spadek był w dużej mierze efektem silnego obniżenia produkcji w sektorze wyrobów metalowych (-12,4% m/m), a także w farmacji (-11,9% m/m) oraz w produkcji komputerów i elektroniki (-6,8% m/m). Jednocześnie produkcja energii wzrosła o 10,3% m/m, co było związane z wyjątkowo niskimi temperaturami w styczniu. Produkcja w przemyśle z wyłączeniem energii i budownictwa obniżyła się o 2,5% m/m, przy spadku przede wszystkim dóbr konsumpcyjnych. W ujęciu 3m/3m produkcja była jednak o 0,9% wyższa, co sugeruje **stabilizację aktywności przemysłowej po wcześniejszym okresie słabości.**
- **GER:** **Nowe zamówienia w przemyśle w styczniu spadły o 11,1% m/m (sa)** po silnym wzroście o 6,4% m/m w grudniu. Spadek był w dużej mierze efektem bardzo wysokiej bazy z grudnia, kiedy pojawiło się wiele dużych zamówień. Po ich wyłączeniu zamówienia obniżyły się jedynie o 0,4% m/m. Przy spadkach w obszarze dużych kontraktów (najprawdopodobniej publicznych, dotyczących sektora obronnego), wzrost odnotowała motoryzacja (+10,4% m/m) i sektor pozostałego transportu (+9,2% m/m). **Słabsze dane o zamówieniach w dużej mierze odzwierciedlają normalizację po jednorazowym skoku w grudniu, a nie gwałtowne pogorszenie koniunktury.**
- **EUR:** Indeks Sentix dla strefy euro w marcu spadł o 7,3 pkt. do -3,1 pkt., co przerwało serię trzech miesięcy poprawy nastrojów. Pogorszenie nastąpiło bezpośrednio po wybuchu wojny z Iranem, która zwiększyła niepewność gospodarczą i wywołała wzrost cen ropy. Komponent bieżącej sytuacji obniżył się do -9,5 pkt. z -6,8 pkt., natomiast oczekiwania spadły jeszcze silniej, do 3,5 pkt. z 15,8 pkt., co podważa wcześniejsze sygnały ożywienia w gospodarce strefy euro. Równocześnie rosną obawy inflacyjne, barometr inflacji Sentix spadł z -7,5 pkt. do -35 pkt., sygnalizując silny wzrost presji cenowej wynikający głównie z szoku na rynku surowców. Jednocześnie wskaźnik Sentix dla samych Niemiec obniżył się o 5,2 pkt. do -12,1 pkt., wskazując na ponowne pogorszenie koniunktury.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Premier D.Tusk poinformował, że wystarczające dostawy paliw do Polski są obecnie zabezpieczone, mimo wzmożonego popytu na stacjach. Według rządu nie ma obecnie ryzyka niedoborów, jednak ocena dotyczy jedynie perspektywy najbliższych tygodni. W przypadku przedłużającej się wojny na Bliskim Wschodzie sytuacja na globalnym rynku ropy będzie trudna

Produkcja przemysłowa w Niemczech



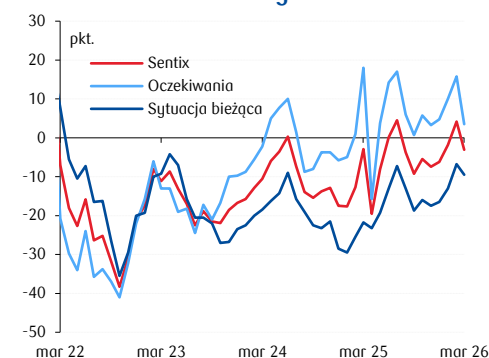
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia w przemyśle Niemiec



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks Sentix dla strefy euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

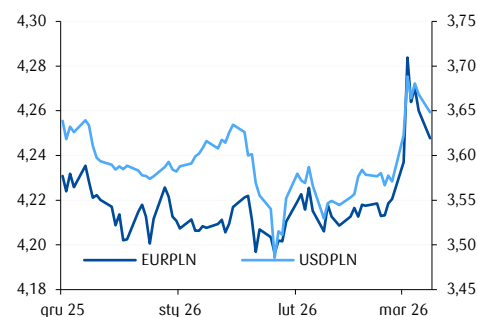
do przewidzenia, zarówno w zakresie podaży, jak i cen. Rząd zapowiedział monitorowanie cen paliw i podkreślił, że koncerny paliwowe, w tym Orlen, nie powinny wykorzystywać obecnej sytuacji do zwiększania marż. Celem jest ograniczenie nadmiernych wzrostów cen, choć ich poziom w Polsce będzie zbliżony do obserwowanego w krajach sąsiednich.

- **POL:** Minister Finansów A.Domański podkreślił, że choć konsekwencje konfliktu dla gospodarki światowej i polskiej pozostają niepewne, Polska wchodzi w okres podwyższonej zmienności z relatywnie mocnymi fundamentami. Rząd monitoruje sytuację i deklaruje gotowość do reakcji w zależności od rozwoju wydarzeń. Rząd pracuje nad ewentualnymi rozwiązaniami mającymi złagodzić wzrost cen paliw. W związku ze wspomnianą podwyższoną zmiennością na krajowym rynku SPW resort finansów podjął decyzję, że nie zorganizuje środowej aukcji zamiany obligacji.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w poniedziałek finalnie umocnił się, kurs EURPLN spadł w okolice 4,2550, a USDPLN zniżkował do 3,66. Na rynkach bazowych EURUSD poszedł w górę do 1,1620.
- Nowy tydzień na rynkach finansowych rozpoczął się od bardzo silnych wzrostów cen ropy naftowej, co podczas azjatyckiej części notowań oraz w pierwszych godzinach sesji europejskiej powodowało wzrost awersji do ryzyka, któremu towarzyszył globalnie mocniejszy dolar. W tym okresie kursy głównych par z PLN testowały okolice technicznych oporów: 4,3050 na EURPLN oraz 3,74 na USDPLN. W miarę zbliżania się regularnej sesji na NYSE niesprzyjające ryzykownym aktywom otoczenie uległo złagodzeniu, czemu sprzyjało znaczące cofnięcie notowań ropy, które finalnie dla WTI sięgnęło ok. 32 USD, licząc od dziennych maksimów. Ten ogromny spadek był początkowo skutkiem deklaracji możliwego uwolnienia rezerw ropy przez grupę państw G7, a w czasie amerykańskiej części notowań skalę cofnięcia zwiększyły wypowiedzi D. Trumpa o możliwym szybkim zakończeniu wojny z Iranem. Ostatecznie duża zmienność na krajowym rynku FX nie wpłynęła istotnie na obraz trendów głównych par z PLN, których kursy dotarły w okolice dolnych partii budujących się od kilku dni lokalnych trendów bocznych (4,2550–4,3050 dla EURPLN oraz 3,66–3,74 dla USDPLN).
- **We wtorek złoty pozostanie pod wpływem globalnych nastrojów i towarzyszących im trendów. W centrum uwagi inwestorów nadal będzie sytuacja na Bliskim Wschodzie, której barometrem są notowania surowców energetycznych.** Poniedziałkowy zwrot na rynku ropy może być pierwszym sygnałem przesilenia, jednak teza ta wymaga potwierdzenia, np. w postaci ograniczonej reakcji rynku na ewentualne negatywne informacje z Zatoki Perskiej. **W naszej ocenie we wtorek obraz trendów głównych par z PLN nie ulegnie zmianie, a ich kursy mogą przesunąć się bliżej środkowych partii ww. lokalnych trendów bocznych, czyli w okolice 4,27 dla EURPLN oraz 3,69 dla USDPLN.**
- W poniedziałek dochodowości krajowych SPW kolejny dzień rosły o 3 do 14pb. W segmencie 10-letnim rentowność obligacji podniosła się o 3pb do 5,60%. Na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries oraz niemieckich Bundów pozostały bez zmian odpowiednio w okolicach 4,13% i 2,86%.
- W konsekwencji zaostrzenia konfliktu na Bliskim Wschodzie poniedziałkowa sesja rozpoczęła się gwałtownym wzrostem cen ropy naftowej w kierunku 120 USD za baryłkę już w trakcie azjatyckiej części handlu. Zgodnie z logiką obserwowaną na rynkach od początku eskalacji konfliktu zbrojnego w Iranie ruch ten przełożył się bezpośrednio na wyraźne podbicie rentowności obligacji skarbowych. W sektorze 10-letnim rentowności amerykańskich Treasuries przejściowo wzrosły do ok. 4,20%, niemieckich Bundów zbliżyły się do 2,95%, a polskich SPW przebiły poziom 5,90%. W miarę upływu sesji emocje inwestorów stopniowo się jednak stabilizowały i ostateczna skala zmian okazała się znacząco mniejsza. Utrzymywanie się konfliktu bez jasnej perspektywy jego zakończenia zaczyna na tym etapie wyraźnie wpływać na rynkową wycenę ścieżki polityki monetarnej. Po zeszłotygodniowej obniżce stopy referencyjnej przez RPP kontrakty FRA zaczęły dyskontować jej ponowny wzrost do końca roku. Oczekiwania zacieśnienia polityki monetarnej rynek wycenia także w przypadku EBC. Na rynku swapów inflacyjnych jednoroczne oczekiwania inflacyjne wzrosły w okolice 2,9% w USA oraz do ok. 2,75% w Europie. Oznaki napięcia pojawiły się również w sektorze instrumentów kredytowych, gdzie spready CDS (credit default swaps) w segmencie emitentów o ratingu inwestycyjnym w Europie i USA poszerzyły się o ok. 10pb względem poziomów sprzed miesiąca.
- **We wtorek oczekujemy wyhamowania tempa pogarszania się sentymentu rynkowego po silnej reakcji obserwowanej na początku tygodnia. Nie widzimy jednak na razie sygnałów deeskalacji, które byłyby warunkiem trwalszej stabilizacji rynków.**

Waluty



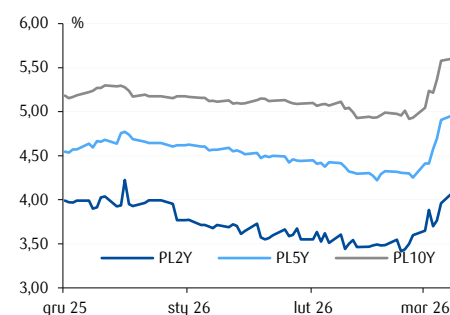
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	1q26	2q26
EURPLN	4,27	4,25
USDPLN	3,68	3,60
CHFPLN	4,69	4,62
EURUSD	1,16	1,18
EURCHF	0,91	0,92

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



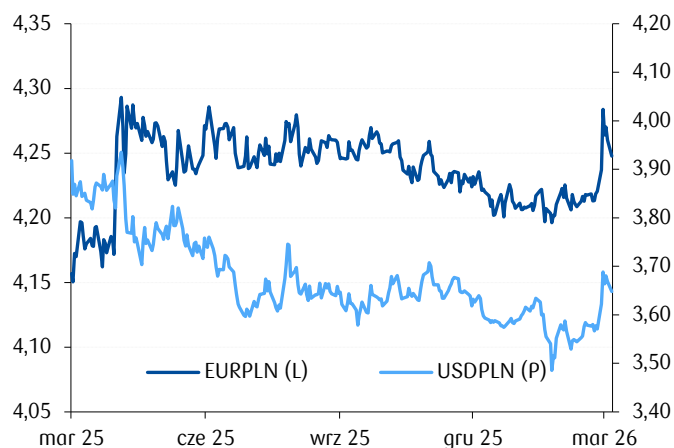
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

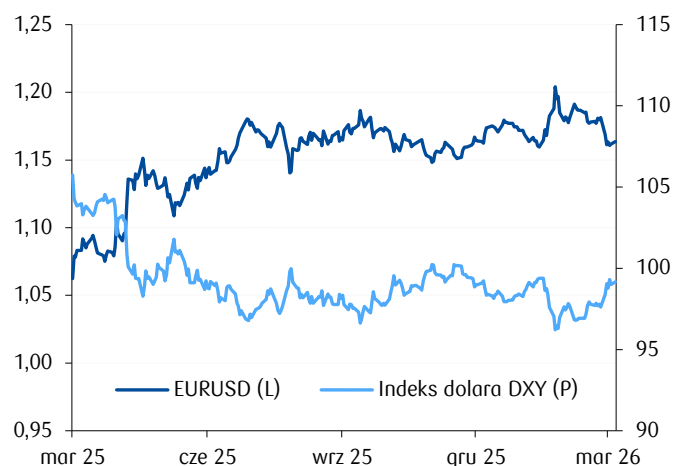
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

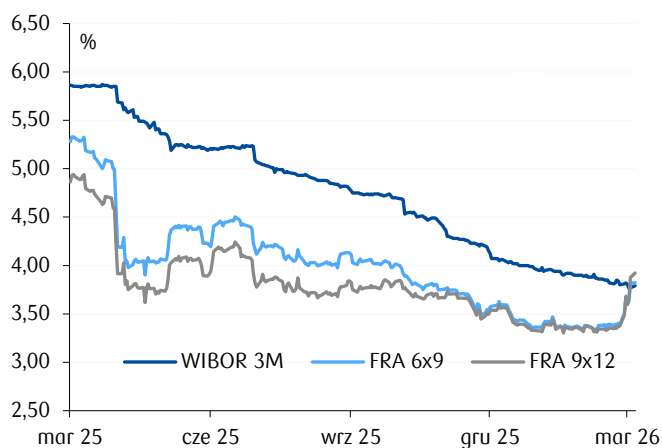
PLN vs główne waluty



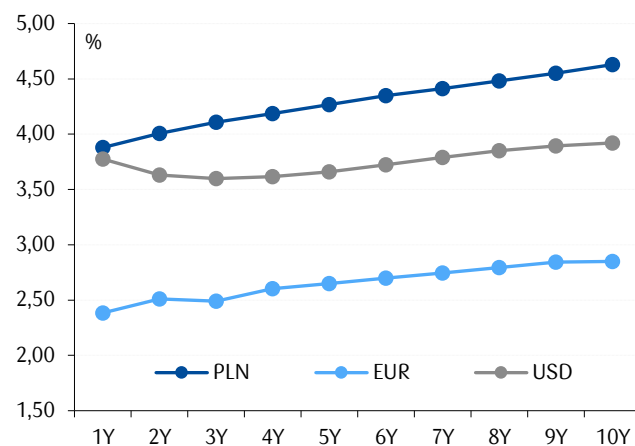
Notowania USD



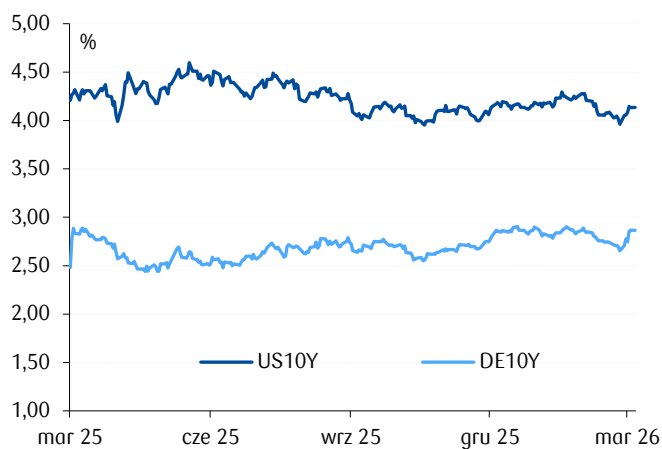
Krótkoterminowe stopy procentowe



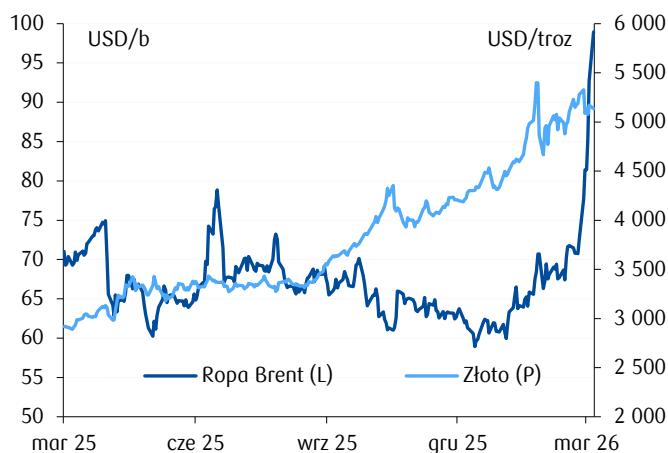
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 6 marca						
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	1,4	1,3	--	1,2
USA: Sprzedaż detaliczna (sty.)	14:30	% m/m	0	-0,2	--	-0,2
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut.)	14:30	tys.	126	60	120	-92
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lut.)	14:30	% r/r	3,7	3,7	--	3,8
USA: Stopa bezrobocia (lut.)	14:30	%	4,3	4,3	--	4,4
Poniedziałek, 9 marca						
CHN: Inflacja PPI (lut.)	2:30	% r/r	-1,4	-1,1	--	-0,9
CHN: Inflacja CPI (lut.)	2:30	% r/r	0,2	0,9	--	1,3
GER: Zamówienia w przemyśle (sty.)	8:00	% r/r	11,2	13,2	--	4,0
GER: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% r/r	0,4	-0,8	--	-1,2
EUR: Indeks Sentix (mar.)	10:30	pkt.	4,2	-3,0	--	-3,1
Wtorek, 10 marca						
GER: Eksport (sty.)	8:00	% m/m	4,0	-2,0	--	--
GER: Import (sty.)	8:00	% m/m	1,4	-1,0	--	--
HUN: Inflacja CPI (lut.)	8:30	% r/r	2,1	1,8	1,7	--
CZE: Inflacja CPI (lut., rew.)	9:00	% r/r	1,6	1,4	1,4	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lut.)	15:00	mln	3,910	3,870	--	--
Środa, 11 marca						
GER: Inflacja CPI (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,1	1,9	--	--
ROM: Sprzedaż detaliczna (sty.)	8:00	% r/r	-2,0	--	--	--
USA: Inflacja CPI (lut.)	13:30	% r/r	2,4	2,5	2,5	--
USA: Inflacja bazowa (lut.)	13:30	% r/r	2,5	2,4	--	--
Czwartek, 12 marca						
CZE: Produkcja przemysłowa (sty.)	9:00	% r/r	6,8	3,4	--	--
USA: Bilans handlowy (sty.)	13:30	mld USD	-70,3	-67,9	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	13:30	tys	213	215	--	--
USA: Rozpoczęcie budowy domów (sty.)	13:30	mln	1,404	1,340	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (sty., wst.)	13:30	--	--	1,392	--	--
Piątek, 13 marca						
ROM: Inflacja CPI (lut.)	8:00	% r/r	9,6	9,4	9,3	--
ROM: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% r/r	1,6	-0,5	--	--
POL: Inflacja CPI (lut.)	10:00	% r/r	2,2	2,1	2,0	--
EUR: Produkcja przemysłowa (sty.)	11:00	% r/r	1,2	1,3	--	--
USA: Dochody Amerykanów (sty.)	13:30	% m/m	0,3	0,5	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (sty.)	13:30	% m/m	0,4	0,3	--	--
USA: Deflator PCE (sty.)	13:30	% r/r	2,9	2,9	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (sty.)	13:30	% r/r	3,0	3,1	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sty., wst.)	13:30	% m/m	-1,4	0,4	--	--
USA: Wzrost PKB (4q)	13:30	%q/q saar	4,4	1,4	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., wst.)	15:00	pkt.	56,6	56,3	--	--
USA: Raport JOLTS (sty.)	15:00	mln	6,542	6,750	--	--

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak. CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik. CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:
centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.