

Nie ma już optymistów

- We wtorek na rynkach utrzymały się umiarkowanie pozytywne nastroje mimo braku przełomu w trwającej w Iranie wojnie. Główne indeksy giełdowe notowały umiarkowane wzrosty, a polski WIG zyskał ponad 2%. Umacniał się również złoty, przesuwając się w okolice 4,26 na EURPLN i 3,695 na USDPLN. Jednocześnie dolar amerykański tracił względem koszyka głównych walut oraz wobec euro. Poprawa sentymentu była widoczna także na rynku stopy procentowej, gdzie rentowności na rynkach bazowych nieznacznie spadały, a na krajowym rynku SPW obniżyły się o 6–14pb. Wszystko to działo się przy cenach ropy naftowej utrzymujących się powyżej 100 USD za baryłkę. W środę oczekujemy kontynuacji relatywnie korzystnej atmosfery rynkowej, podczas gdy uwaga inwestorów będzie koncentrować się na komunikacie po decyzyjnym posiedzeniu Fed.
- W centrum uwagi, obok napięć geopolitycznych, pozostaje dziś posiedzenie amerykańskiego Fed. W normalnych warunkach jego wynik nie byłby przesądzony – rynek pracy się ochładza, aktywność gospodarcza słabnie, a inflacja utrzymuje się na relatywnie stabilnym poziomie. Takie dane sprzyjałyby cięciu stóp, jednak nowa wojna na Bliskim Wschodzie zmieniła reżim działania banków centralnych, wymuszając podejście „wait-and-see”. Inflacja w USA będzie w najbliższym czasie rosła wraz z drożącymi paliwami. To ograniczy przestrzeń do obniżek do czasu, aż sytuacja na Bliskim Wschodzie się ustabilizuje, pozwalając na spadki cen surowców energetycznych i obniżenie inflacji.
- Dane z rynków bazowych nie będą dziś miały kluczowego znaczenia dla nastrojów rynkowych – poznamy tylko drugi szacunek lutowej inflacji HICP ze strefy euro oraz inflację PPI z USA, również za luty, czyli sprzed gwałtownego wzrostu cen surowców energetycznych.
- Dziś uwagę może też przyciągnąć krajowa koniunktura konsumencka za marzec, która pokaże jak konsumenci odczuwają wzrost cen paliw i podwyższoną globalną niepewność.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

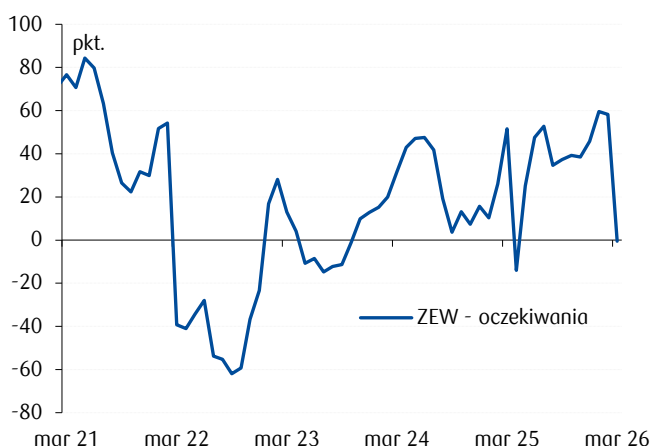
 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-03-17	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	123 591	2,2
STOXX Europe 600	602	0,7
S&P500	6 716	0,2
Waluty:		
EURPLN	4,26	-0,1
USDPLN	3,69	-0,4
CHFPLN	4,70	-0,1
EURUSD	1,15	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,33	-6
PL5Y	5,05	-11
PL10Y	5,57	-14
DE10Y	2,90	-5
US10Y	4,20	-2
Surowce:		
Ropa Brent	103	3,2
Złoto	5004	0,0

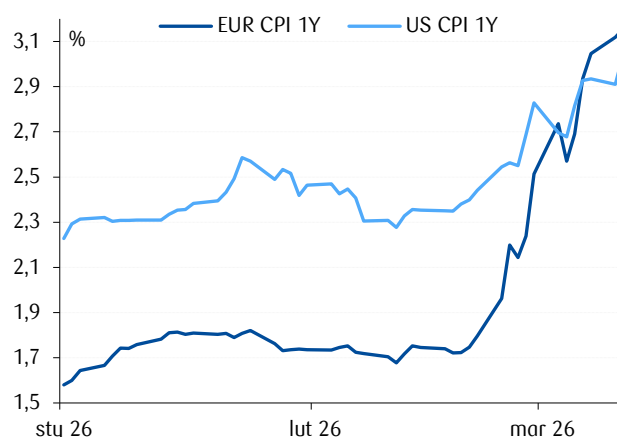
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Powrót pesymizmu w oczekiwaniach dotyczących przyszłości gospodarki Niemiec wg instytutu ZEW



Źródło: NBP, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

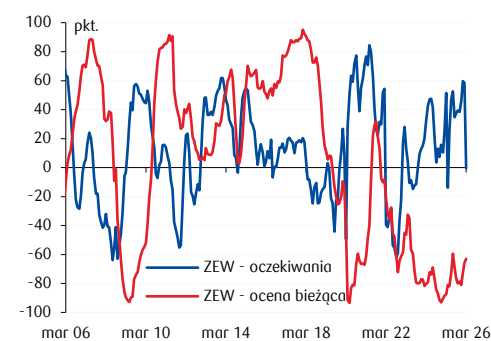
Wpływ wojny w Iranie na oczekiwaną inflację w strefie EUR i USA narasta (wg rynku swapów inf.)



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** Konflikt na Bliskim Wschodzie nadal eskaluje, czemu towarzyszą intensyfikacja działań militarnych Iranu oraz ataki na infrastrukturę energetyczną – wstrzymano wydobycie gazu w Zjednoczonych Emiratach Arabskich, a cieśnina Ormuz pozostaje zablokowana. Izrael poinformował o zabiciu kluczowych irańskich dowódców i jednocześnie rozszerzył operację w Libanie przeciwko Hezbollahowi, co zwiększa ryzyko dalszej destabilizacji regionu. Równocześnie narastają napięcia polityczne – część państw, m.in. Grecja i Kanada, odrzuciła udział militarny w zabezpieczeniu żeglugi w cieśninie Ormuz. W odpowiedzi na te deklaracje D.Trump stwierdził, że USA nie potrzebują już wsparcia państw NATO, ani go nie oczekują. W USA odwołano natomiast dyrektora Narodowego Centrum Antyterrorystycznego J.Kenta, który w oświadczeniu stwierdził, że konflikt z Iranem nie wynikał z bezpośredniego zagrożenia dla USA, lecz został wywołany pod presją Izraela.
- **ŚWIAT:** Eksport ropy z Iraku zostanie wznowiony rurociągiem Kurdystan–Turcja. Decyzja zapadła po wcześniejszym wstrzymaniu przesyłu w związku z napięciami geopolitycznymi. Wznowienie eksportu częściowo kompensuje spadek podaży po zamknięciu cieśniny Ormuz.
- **GER:** Indeks oczekiwań analityków i inwestorów instytucjonalnych ZEW w marcu spadł do -0,5 pkt. z 58,3 pkt. w lutym, a skala pogorszenia była większa od oczekiwań. Spadek wynikał z przewidywanego negatywnego wpływu rosnących cen surowców na gospodarkę i inflację. Oczekiwania inflacyjne istotnie wzrosły – 80% ankietowanych prognozuje wzrost inflacji, co oznacza przyrost o 64pp m/m. Ocena bieżącej sytuacji gospodarczej poprawiła się jedynie nieznacznie względem poprzedniego miesiąca, choć pozostaje silnie negatywna – sytuację Niemiec jako niekorzystną opisuje 64% ankietowanych, a jako dobrą jedynie 1,1%. Pogorszenie ocen objęło wiele sektorów, a poprawy oczekuje się tylko w sektorze wytwarzania, przesyłu i dystrybucji podstawowych mediów. W kolejnych miesiącach inflacja w Niemczech będzie rosła. Aktywność gospodarcza – mimo słabych nastrojów – najprawdopodobniej także się zwiększy, m.in. dzięki pakietowi fiskalnemu niewrażliwemu na wydarzenia na Bliskim Wschodzie. Przedłużający się kryzys energetyczny będzie jednak wymuszał rewizję prognoz dla sfery realnej w dół.

Indeks ZEW dla Niemiec



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Agencja ratingowa Fitch oceniła, że zawetowanie przez Prezydenta ustawy o udziale Polski w programie SAFE zwiększa ryzyko paraliżu decyzyjnego i ogranicza zdolność do prowadzenia polityki fiskalnej. Rząd deklaruje realizację programu mimo weta, lecz zakres wydatków może być węższy. Propozycja alternatywnej koncepcji finansowania przez rezerwy NBP pozostaje obciążona wysokim ryzykiem (zmienność cen złota, rola banku centralnego). W komentarzu Agencja podkreśla, że wydatki na obronność rosną, a ich finansowanie opiera się w dużej mierze na pozabudżetowym funduszu BGK (FWSZ), co zwiększa elastyczność, ale podnosi ukryte zadłużenie. Udział w programie SAFE obniża koszty finansowania i wydłuża zapadalność długu, co ma znaczenie w warunkach podwyższonej zmienności rynkowej. Fitch wskazuje, że konflikt prezydent-rząd ogranicza możliwości konsolidacji fiskalnej, co podtrzymuje negatywną perspektywę ratingu (A-). Rosnąca polaryzacja polityczna zwiększa ryzyko utrzymania wysokich deficytów i opóźniania reform do wyborów w 2027.
- **POL:** Premier D.Tusk zadeklarował, że Polska będzie domagać się zmian w ETS uwzględniających krajową specyfikę, wskazując na jego wpływ na ceny energii. Wcześniej, wg doniesień medialnych, U. von der Leyen w liście do rządów UE dotyczącym kierunkowych zmian w systemie handlu emisjami przedstawiła propozycje mające ograniczać wzrost cen uprawnień do emisji CO₂, które jednak nie oznaczają wstrzymania działania ani odejścia od ETS. Szef polskiego rządu podkreślił, że OZE pozostaną kluczowym, krajowym źródłem energii, szczególnie energetyka wiatrowa, uzupełniona energetyką

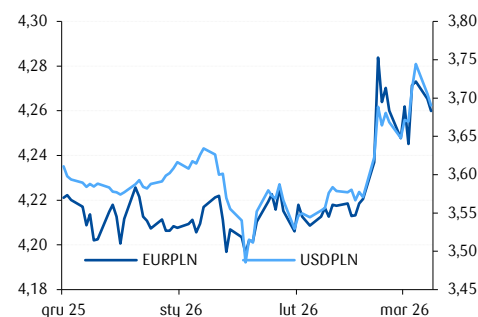
jądrową. Celem jest zwiększenie bezpieczeństwa energetycznego i ograniczenie zależności od importu surowców, co w dłuższym terminie może sprzyjać stabilizacji cen energii.

- **POL:** Premier D.Tusk poinformował, że Program Polska Zbrojna będzie realizowany, a finansowanie z unijnego SAFE nie napotka przeszkód ze strony partnerów UE. Podkreślił, że prace nad unijnym SAFE będą kontynuowane z korzyścią dla polskiej obronności oraz krajowego przemysłu zbrojeniowego.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty we wtorek umocnił się, kurs EURPLN zniżkował do okolic 4,26, a USDPLN spadł do 3,6950. Na rynkach bazowych kurs EURUSD wzrósł do 1,1530.
- Choć we wtorek w otoczeniu rynkowym nie zaszły istotne zmiany, globalny apetyt inwestorów na ryzykowne aktywa zwiększył się. **W górę szły indeksy giełdowe, a liderami wzrostów w Europie były WIG i WIG20.** Napływ kapitału na krajowy rynek, obok poprawy globalnych nastrojów, mogły dodatkowo wspierać **informacje o możliwych zmianach w systemie ETS**, o których w ostatnich dniach wspominała szefowa Komisji Europejskiej, ale też przedstawiciele polskiego rządu. Szczegółów wciąż nie ma wiele, ale ewentualne istotne zmiany w tym systemie, obniżające koszty energii, mogą poprawiać perspektywę wzrostu gospodarczego i dezinflacji. To z kolei może wpływać na oczekiwania dotyczące stóp NBP i zmniejszać premię za ryzyko na polskich aktywach, z czego we wtorek korzystali m.in. akcje krajowych spółek energetycznych. To **pozytywne dla PLN otoczenie dodatkowo wzmacniała niewielka deprecjacja dolara, która jednak nie miała istotnego wpływu na obraz trendu EURUSD.** Mimo mocniejszego złotego, na EURPLN i USDPLN nie doszło do zmian w obrębie ich trendów, a kursy utrzymały się w środkowych partiach konsolidacji budujących się od początku marca br.
- W środę uwaga inwestorów będzie skupiona na konflikcie w Zatoce Perskiej, ale również na **posiedzeniu Fed, a konkretnie na nowych projekcjach makroekonomicznych, w których być może uwzględniony zostanie wpływ obecnego szoku energetycznego na inflację i tempo wzrostu gospodarczego USA.** To może wpłynąć na globalny apetyt na ryzyko oraz pośrednio na USD. Przy założeniu braku przełomu na Bliskim Wschodzie uważamy, że globalne otoczenie nie będzie wspierać dalszej aprecjacji złotego, dlatego też **podczas śródowych notowań zakładamy stabilizację kursów EURPLN i USDPLN odpowiednio w okolicy 4,26-4,27 oraz 3,69-3,71.**
- We wtorek **rentowności krajowych SPW spadły o 6-14pb.** W segmencie 10-letnim rentowność obniżyła się o 14pb do 5,57%, natomiast na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries oraz niemieckich Bundów zniżkowały o 2-5pb, odpowiednio w okolicy 4,20% i 2,90%.
- **Wtorkowa sesja była kontynuacją poprawy sentymentu rynkowego, przejawiającej się umiarkowanymi spadkami rentowności zarówno na krajowym rynku SPW, jak i na rynkach bazowych,** przy jednoczesnych wzrostach głównych indeksów giełdowych. Napływające informacje dotyczące konfliktu nie wskazują na przełom, co znajduje odzwierciedlenie w **utrzymującej się powyżej 100 USD za baryłkę cenie ropy naftowej.** Jednocześnie brak było nowych, istotnych danych makroekonomicznych, które mogłyby bezpośrednio wspierać obserwowany ruch. **W większym stopniu można mówić o adaptacji inwestorów do nowej rzeczywistości geopolitycznej – przy braku dalszej eskalacji oraz założeniu stopniowego uspokojenia sytuacji w nadchodzących tygodniach.** Wraz z upływem czasu rosnąć będzie jednak znaczenie realnego wpływu ekonomicznego konfliktu poprzez kanał wyższych cen energii oddziałujących na gospodarkę światową. Wstępnym sygnałem materializacji tego rodzaju oddziaływania była **wtorkowa decyzja Banku Rezerw Australii o podniesieniu stopy referencyjnej z 3,85% do 4,10%, miesiąc po lutowej podwyżce o 25pb.** Decyzja zapadła przewagą jednego głosu (5:4), a wpływ wyższych cen surowców energetycznych mógł przechylić wynik głosowania. W kontekście europejskim, **pomimo ostatnich spadków nominalnych rentowności, roczne swapy inflacyjne dla EUR kontynuowały w środę wzrosty, osiągając okolice 3,15%.**
- Nie zakładamy, aby śródowa sesja przyniosła nowe rozstrzygnięcia w odniesieniu do konfliktu na Bliskim Wschodzie. **Oczekujemy natomiast utrzymania spokojniejszego handlu, podczas gdy uwaga inwestorów koncentrować się będzie na komunikacie po decyzyjnym posiedzeniu Fed.**

Waluty



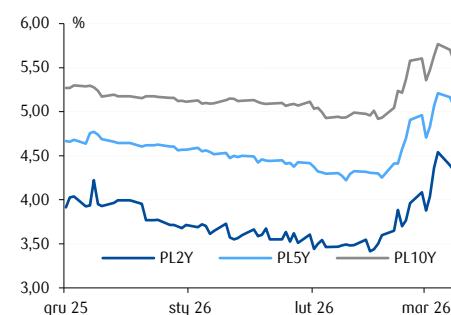
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



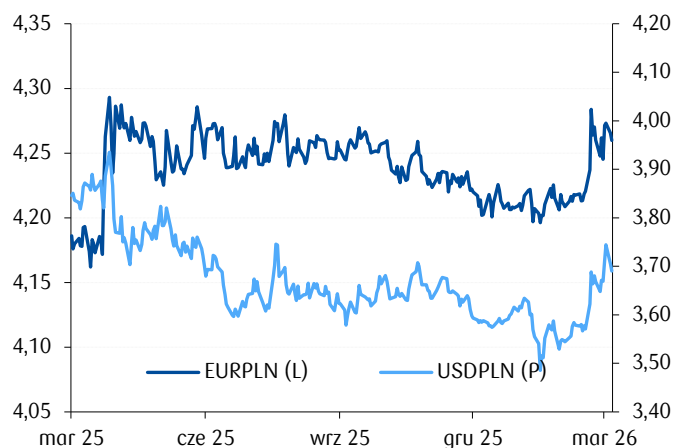
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

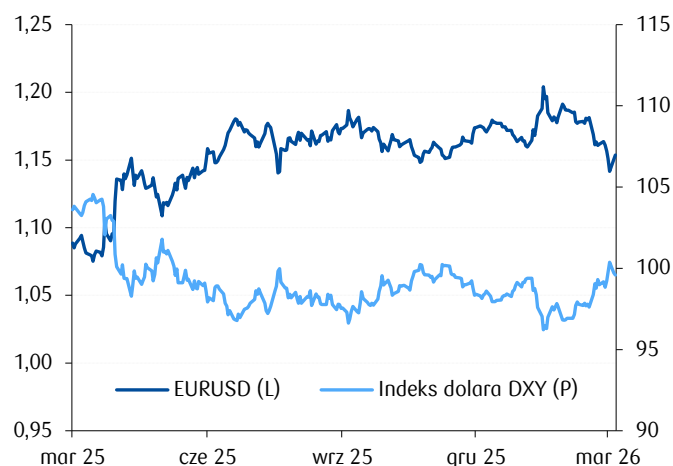
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

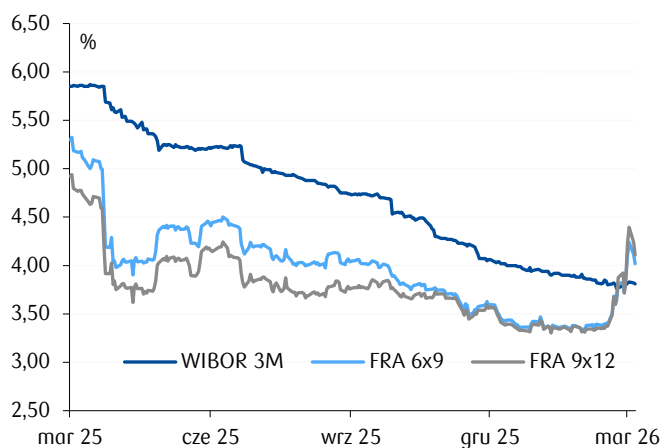
PLN vs główne waluty



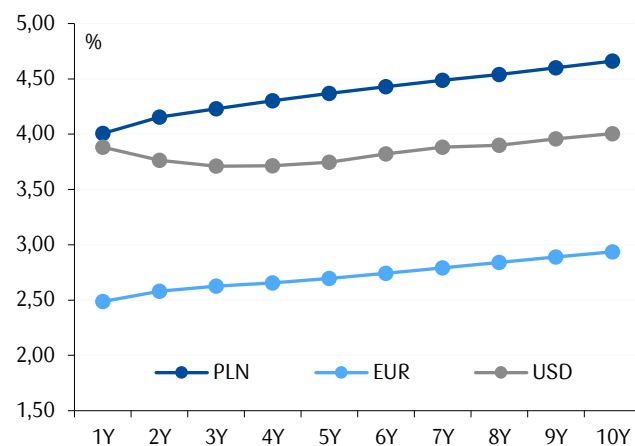
Notowania USD



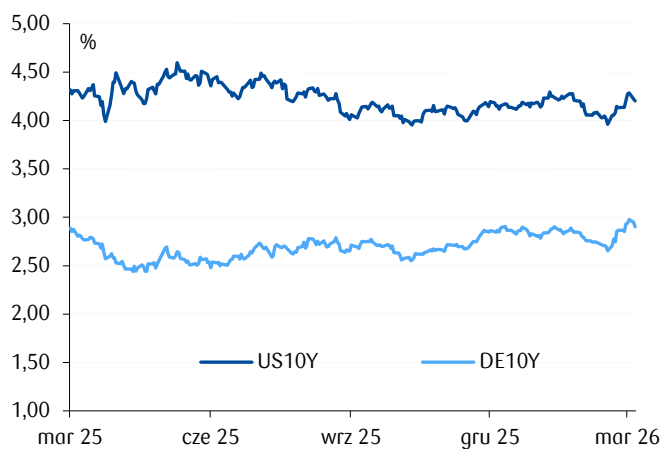
Krótkoterminowe stopy procentowe



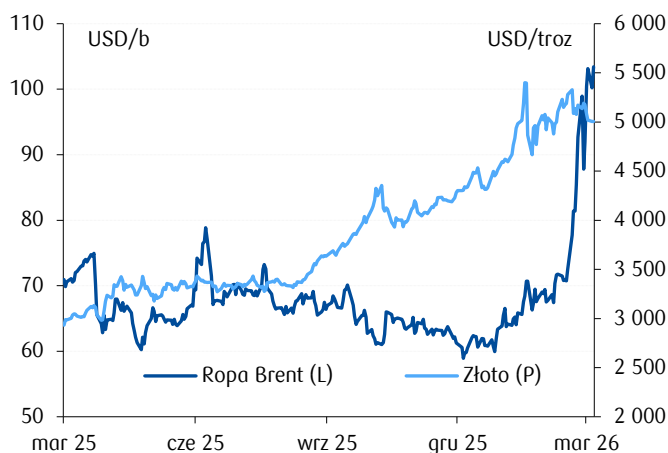
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 13 marca						
ROM: Inflacja CPI (lut.)	08:00	% r/r	9,6	9,4	9,3	9,3
POL: Inflacja CPI (lut.)	10:00	% r/r	2,2	2,1	2,0	2,1
EUR: Produkcja przemysłowa (sty.)	11:00	% r/r	2,2	1,3	--	-1,2
USA: Dochody Amerykanów (sty.)	13:30	% m/m	0,3	0,5	--	0,4
USA: Wydatki Amerykanów (sty.)	13:30	% m/m	0,4	0,3	--	0,4
USA: Deflator PCE (sty.)	13:30	% r/r	2,9	2,9	--	2,8
USA: Inflacja bazowa PCE (sty.)	13:30	% r/r	3,0	3,1	--	3,0
USA: Wzrost PKB (4q)	13:30	%q/q saar	4,4	1,4	--	0,7
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., wst.)	15:00	pkt.	56,6	56,3	--	55,5
USA: Raport JOLTS (sty.)	15:00	mln	6,550	6,75	--	6,946
Poniedziałek, 16 marca						
POL: Inflacja bazowa (sty.)	14:00	% r/r	2,7	2,6	2,6	2,7
POL: Inflacja bazowa (lut.)	14:00	% r/r	--	2,6	2,6	2,5
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sty.)	14:00	mld EUR	-1,698	-0,295	-0,269	1,153
POL: Eksport (sty.)	14:00	% r/r	9,7	-0,6	-3,4	-1,8
POL: Import (sty.)	14:00	% r/r	10,1	0,7	-0,9	-6,1
USA: Produkcja przemysłowa (lut.)	14:15	% m/m	0,7	0,1	--	0,2
Wtorek, 17 marca						
GER: Indeks instytutu ZEW (mar.)	11:00	pkt.	58,3	38,8	--	-0,5
Środa, 18 marca						
POL: Koniunktura konsumencka (mar.)	9:30	pkt.	-9,1	-9,4	-9,5	--
EUR: Inflacja HICP (lut., rew.)	11:00	% r/r	1,7	1,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lut., rew.)	11:00	% r/r	2,2	2,4	--	--
USA: Inflacja PPI (lut.)	13:30	% r/r	2,9	2,9	--	--
USA: Posiedzenie Fed	19:00	%	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75	--
Czwartek, 19 marca						
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	0,00	0,00	0,00	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lut.)	9:30	% r/r	6,1	6,6	6,1	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lut.)	9:30	% r/r	-0,8	-0,9	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (lut.)	9:30	% r/r	-1,5	1,5	2,9	--
POL: Inflacja PPI (lut.)	9:30	% r/r	-2,6	-2,4	-2,3	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lut.)	9:30	% r/r	-12,8	-7,6	-9,1	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	3,75	3,75	3,75	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (mar.)	13:30	tys	213	215	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,0	2,0	2,0	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,15	2,15	2,15	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,75	0,75	0,75	--
Piątek, 20 marca						
POL: Rating kredytowy wg Moody's	--	--	A2	--	A2	--

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.