

Miesiąc rosnącej inflacji

- Poniedziałkowa sesja upłynęła pod znakiem braku wiarygodnych sygnałów deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie. W rezultacie ceny ropy Brent nadal rosły, zmierzając ku największemu w historii miesięcznemu wzrostowi. Na rynku FX umacniał się dolar, a amerykańskie indeksy giełdowe zaliczyły trzecią z rzędu spadkową sesję. Pod wpływem niekorzystnego otoczenia zewnętrznego ponownie **wzrosły rentowności SPW, w tenorze 10-letnim zbliżając się do bariery 6%**, a pod umiarkowaną presją znalazł się również złoty. Wtorkowa sesja, bogata w odczyty inflacyjne ze strefy euro i Polski, będzie jednak przebiegać pod dyktando impulsów napływających z rynków bazowych. Nie spodziewamy się, by w jej trakcie miał miejsce moment zwrotny w przedłużającym się konflikcie w Zatoce Perskiej, dlatego **zakładamy, że niekorzystne dla złotego trendy mogą być kontynuowane przy jednoczesnym wyhamowaniu wzrostu rentowności SPW.**
- Dzisiaj czeka nas kontynuacja publikacji danych inflacyjnych za marzec. Oczekujemy, że inflacja CPI w Polsce wzrosła do 3,5% r/r (kons.: 3,2% r/r) z 2,1% r/r w lutym. Wzrost będzie jednak przejściowy, a w kwietniu inflacja ponownie spadnie za sprawą obniżenia akcyzy i VAT na paliwa oraz wprowadzenia dla nich cen maksymalnych.
- W strefie euro, po wczorajszych danych z Niemiec, skupimy się na inflacji HICP, która w marcu najpewniej wzrosła do 2,6% r/r z 1,9% r/r w lutym. Inflacja bazowa powinna pozostać na poziomie z poprzedniego miesiąca (2,4% r/r).
- W Stanach Zjednoczonych poznamy pierwsze w tym tygodniu dane z rynku pracy – raport JOLTS za luty – a także indeks zaufania konsumentów Conference Board za marzec, który wzorem indeksu Uniwersytetu Michigan najpewniej pokaże spadek koniunktury konsumenckiej.
- Ponadto wypowiadać się będą bankierzy centralni z Fed: A.Goolsbee (Chicago Fed, z prawem głosu w FOMC) oraz M.Bowman (zarząd Fed).

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 **@PKO_Research**

centrumanaliz.pkobp.pl

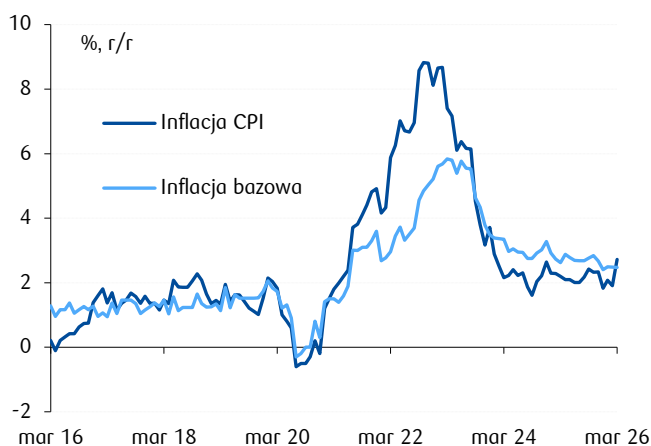
	Wartość 2026-03-30	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	120 247	0,4
STOXX Europe 600	581	0,9
S&P500	6 344	-0,4
Waluty:		
EURPLN	4,29	0,2
USDPLN	3,74	0,7
CHFPLN	4,68	0,8
EURUSD	1,15	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,58	4
PL5Y	5,41	5
PL10Y	5,95	6
DE10Y	3,04	-6
US10Y	4,34	-10
Surowce:		
Ropa Brent	113	0,2
Złoto	4510	0,4

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

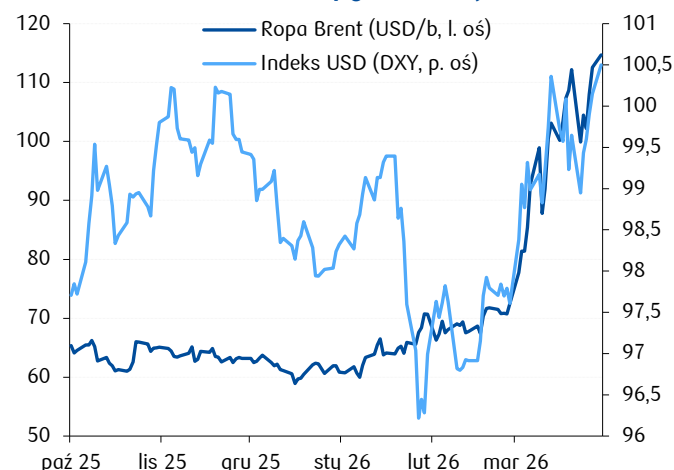
- ŚWIAT:** Prezydent D.Trump powiedział swoim współpracownikom, że jest otwarty na zakończenie kampanii wojkowej przeciwko Iranowi, nawet jeśli

Marzec przyniesie wzrost inflacji na całym świecie, preludium do danych ze strefy euro są dane z Niemiec



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski

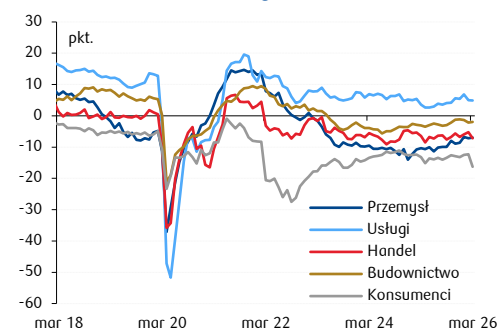
Od wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie notowania indeksu dolara są silnie dodatnio skorelowane z cenami ropy naftowej



cieśnina Ormuz pozostanie w dużej mierze zamknięta – wynika z doniesień „Wall Street Journal”. Jednocześnie irański dron zaatakował w pełni załadowany kuwejcki tankowiec u wybrzeży Dubaju, co stanowi jeden z najpoważniejszych ataków na statek od początku rozpoczęcia wojny. Przed atakiem na tankowiec i publikacją raportu „Wall Street Journal”, D.Trump zagroził dalszą eskalacją działań wojennych przeciwko Iranowi.

- **GER:** Według wstępnych danych inflacja CPI w marcu wzrosła do 2,7% r/r z 1,9% r/r w lutym, zgodnie z oczekiwaniami. Inflacja bazowa pozostała na poziomie z ubiegłego miesiąca, tj. 2,5% r/r. Za wzrost inflacji odpowiadają ceny energii, które wzrosły o 7,2% r/r (wobec -1,9% r/r w lutym). Dynamika cen żywności nieco się obniżyła i wyniosła 0,9% r/r (wobec 1,1% r/r miesiąc wcześniej). W efekcie ceny wszystkich dóbr wzrosły o 2,3% r/r w porównaniu do 0,8% r/r w poprzednim miesiącu. Inflacja usługowa nie zmieniła się i wyniosła 3,2% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny zostały podniesione o 1,1%. **Jednocześnie inflacja HICP w marcu przyspieszyła do 2,8% r/r z 2,0% r/r w lutym.**
- **EUR:** Wskaźnik koniunktury ESI w marcu obniżył się do 96,6 pkt., zgodnie z oczekiwaniami (kons.: 96,8 pkt.), z 98,2 pkt. w lutym. Spadek ESI to skutek pogorszenia koniunktury konsumenckiej (-4,0 pkt. m/m, zgodnie ze wstępnym odczytem) oraz koniunktury w handlu (-2,0 pkt. m/m). Spadek subindeksu w usługach był niewielki (-0,1 pkt. m/m), zaś w przemyśle i budownictwie ocena nieco wzrosła (w obu o 0,2 pkt. m/m). W ujęciu geograficznym największy spadek ESI obserwowano we Francji (-3,7 pkt. m/m) oraz Hiszpanii (-2,4 pkt. m/m), przy mniejszych spadkach w Holandii (-1,5 pkt. m/m) i Włoszech (-1,3 pkt. m/m) oraz stabilizacji w Niemczech (-0,1 pkt. m/m). **Spadek koniunktury konsumenckiej do poziomu najniższego od ponad 2 lat to zasługa umiarkowanego pogorszenia ocen bieżących (dot. ogólnej sytuacji gospodarczej, sytuacji finansowej gospodarstwa domowego, inflacji w ostatnim roku) przy radykalnym pogorszeniu oczekiwań, w tym również oczekiwań inflacyjnych. Źródłem słabszych oczekiwań jest nasilenie niepewności po ataku USA i Izraela na Iran oraz wzrost cen paliw wynikający z blokady cieśniny Ormuz i eskalacji wojny, która początkowo miała być krótką operacją. Wskaźnik oczekiwań zatrudnienia (EEI) obniżył się do 97,3 pkt (-1,3 pkt. m/m), przede wszystkim za sprawą rewizji planów zatrudnienia w handlu detalicznym, przy mniejszym wpływie usług i przemysłu. W budownictwie natomiast odnotowano wzrost planowanego zatrudnienia. W Polsce wskaźnik ESI w marcu obniżył się do 100,8 pkt. (-0,3 pkt. m/m). Spadek wskaźnika koniunktury konsumenckiej również był mniejszy niż w strefie euro (-1,1 pkt. m/m).**
- **USA:** Podczas spotkania ze studentami Harvardu J.Powell ponownie ocenił że **władze monetarne są obecnie w dobrym miejscu** aby poczekać i zobaczyć jak rozwinie się sytuacja w amerykańskiej gospodarce. Zdaniem szefa Rezerwy Federalnej, długoterminowe oczekiwania inflacyjne są stabilne, pomimo obecnego szoku energetycznego, a Fed nie musi jeszcze podejmować decyzji, jak zareagować na konflikt na Bliskim Wschodzie. **J.Williams (NY Fed) oczekuje z kolei, że inflacja osiągnie 2-procentowy cel banku centralnego w 2027**, pomimo obecnych zawirowań związanych z cłami i wydarzeniami na Bliskim Wschodzie wpływającymi na stabilność cen. Również jego zdaniem obecne nastawienie w polityce pieniężnej jest odpowiednie by równoważyć czynniki ryzyka dla podwójnego mandatu Fed.
- **HUN:** Nadwyżka w handlu towarami w lutym wyniosła 665 mln EUR wobec 12 mln EUR w styczniu, przy oczekiwaniach na wzrost do 823 mln EUR. Eksport (wyrażony w EUR) wzrósł o 2,6% r/r, zaś import wzrósł o 5,9% r/r.
- **CHN:** Oficjalny indeks PMI dla sektora przemysłowego w marcu wzrósł do 50,4 pkt. z 49,0 pkt. miesiąc wcześniej. Również koniunktura w usługach poprawiła się w bieżącym miesiącu - odpowiedni wskaźnik PMI wyniósł 50,1 pkt. wobec 49,5 pkt. w lutym.

Wskaźnik koniunktury ESI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźnik koniunktury konsumenckiej w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

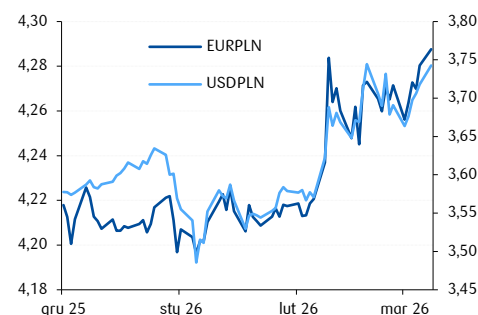
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Zgodnie z obwieszczeniem Ministra Energii obowiązująca dziś w całym kraju cena maksymalna dla benzyny bezołowiowej 95 wynosi 6,16 PLN brutto za litr, dla benzyny bezołowiowej 98 wynosi 6,76 PLN brutto za litr, zaś dla oleju napędowego wynosi 7,60 PLN brutto za litr. Cena maksymalna będzie ustalana każdego dnia na podstawie hurtowych cen paliw z poprzedniego dnia roboczego raportowanych przez największych uczestników rynku. Szacujemy, że wprowadzenie ceny maksymalnej na paliwa obniży inflację o ok. 0,9pp.
- **POL:** Minister finansów i gospodarki A.Domański poinformował, że prognoza inflacji na 2026 w wysokości 3% jest aktualna. Dodał, że nie widzi obecnie potrzeby rewizji budżetu na 2026.
- **POL:** I.Dąbrowski zasugerował, że RPP czeka na koniec wojny na Bliskim Wschodzie, zanim podejmie kolejne decyzje w sprawie stóp. Jego zdaniem inflacja musiałaby przyspieszyć poza dopuszczalne pasmo odchyłeń od celu NBP, żeby skłonić RPP do podwyżki stóp procentowych. W ocenie członka Rady, dane inflacyjne za marzec mogą nie być tak złe, jak się obawiano.
- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 29 marca podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 62,6% dostępnej alokacji środków w ramach polityki spójności UE na lata 2021-2027.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty osłabił się nieznacznie wobec euro, w pobliże 4,29 na EURPLN oraz wyraźniej wobec dolara, w okolice 3,74 na USDPLN. Na bazowym rynku FX dolar umocnił się, a kurs EURUSD spadł w okolice 1,1460.
- Notowania złotego pozostały uzależnione od rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie i jej wpływu na globalne rynki. W ostatnim czasie nie pojawiły się żadne wiarygodne sygnały deeskalacji konfliktu w Zatoce Perskiej, a ostatnie doniesienia (dołączenie do konfliktu rebeliantów Huti z Jemenu grożących blokadą cieśniny Bab al-Mandab, rosnące ryzyko inwazji wojsk lądowych USA na Iran) wskazują na możliwość jego dalszej eskalacji. **W rezultacie ceny ropy naftowej nadal rosły, a dolar kontynuował aprecjację w ramach krótkoterminowego trendu wzrostowego. W tym niekorzystnym otoczeniu zewnętrznym złoty tracił, jednak przesunięcia na głównych parach z PLN nie były na tyle istotne, aby mogły wpłynąć na obraz obowiązujących na nich trendów.** Publikacje makroekonomiczne, m.in. wyraźny, ale zgodny z oczekiwaniami marcowy wzrost inflacji CPI w Niemczech, nie miały zauważalnego wpływu na notowania.
- We wtorek uwagę uczestników rynku przyciągną wstępne marcowe odczyty inflacyjne ze strefy euro i Polski, uwzględniające już wpływ skokowego wzrostu cen surowców energetycznych w marcu na ceny konsumpcyjne. Według naszej oceny **presja na osłabienie złotego z tego tytułu mogłaby się pojawić jedynie w przypadku wyraźnego niedoszacowania wpływu wzrostu tych cen na dynamikę CPI w Polsce.** W przypadku braku wyraźnych sygnałów deeskalacji konfliktu w Zatoce Perskiej **obecne niekorzystne trendy dla złotego mogą być jednak kontynuowane, co kierowałoby kurs EURPLN w stronę 4,30, a kurs USDPLN w pobliże 3,7650, gdzie przebiega górne ograniczenie naruszonej już strefy średnioterminowego oporu.**
- W poniedziałek rentowności krajowych SPW poruszały się w przedziale od +4 do +6pb. W segmencie 10-letnim rentowność wzrosła o 6 pb, do 5,95%, natomiast na rynkach bazowych rentowności niemieckich Bundów oraz amerykańskich Treasuries spadły o 6 i 10 pb, odpowiednio w okolice 3,04% i 4,34%.
- Brak istotnej eskalacji militarnej na Bliskim Wschodzie w trakcie weekendu stał się podstawą do uspokojenia nastrojów na rynkach bazowych, gdzie w piątek inwestorzy pozycjonowali się na wypadek możliwego pogorszenia trajektorii przebiegu wojny w Iranie. Było to widoczne w próbach przełamania poziomu 4,40% na 10-letnich Treasuries oraz 3,10% na 10-letnich Bundach. W poniedziałek nastąpiło odreagowanie, a rentowności obu instrumentów wyraźnie oddaliły się od tych poziomów. Analogiczna dynamika miała miejsce również na krótkim końcu krzywej, i to mimo publikacji danych inflacyjnych z Niemiec, które zgodnie z oczekiwaniami potwierdziły wzrost inflacji w marcu do 2,8% z 2,0% w lutym. **Pod presją pozostawał natomiast rynek kredytowy, gdzie spready poszerzały się zarówno w Europie, jak i w USA. W ślad za rynkiem kredytowym poruszał się w poniedziałek krajowy rynek stopy procentowej. Zarówno stopy swapowe IRS, jak i rentowności SPW kontynuowały trzecią z rzędu sesję wzrostów, przy czym skala ruchu była bardziej umiarkowana na krótkim końcu krzywej niż na długim. W sektorze 10-letnim krajowe obligacje wspięły się na nowe maksimum, zbliżając się do poziomu 6%. Oprócz samej presji inflacyjnej wynikającej ze wzrostu cen surowców energetycznych, ruch ten wskazuje na wzrost premii rynkowej wymaganej przez inwestorów za niepewność generowaną przez przeciągający się konflikt w Zatoce Perskiej.**
- W krótkim terminie, we wtorek, **zakładamy uspokojenie sytuacji na rynku stopy procentowej i wyhamowanie wzrostowego ruchu rentowności 10-letnich SPW w pobliżu 6%.**

Waluty



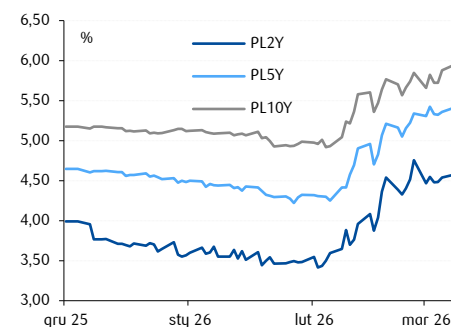
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



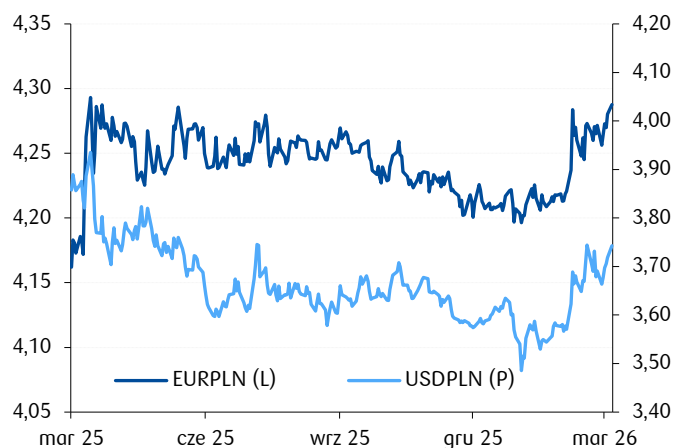
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji*

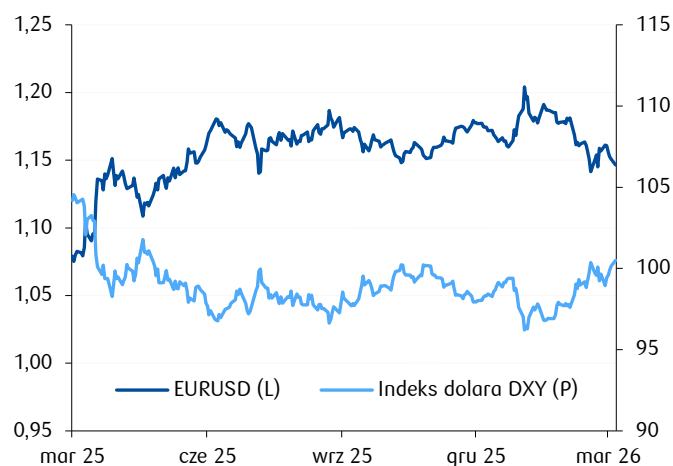
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.
*W trakcie rewizji.

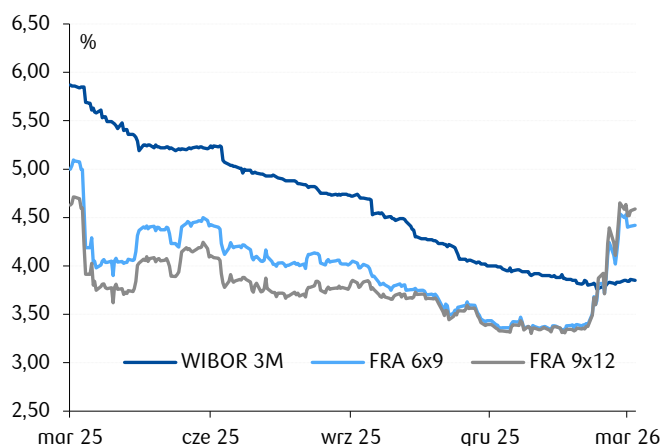
PLN vs główne waluty



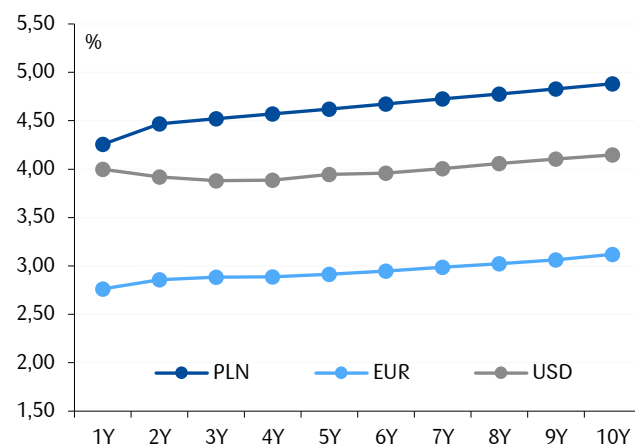
Notowania USD



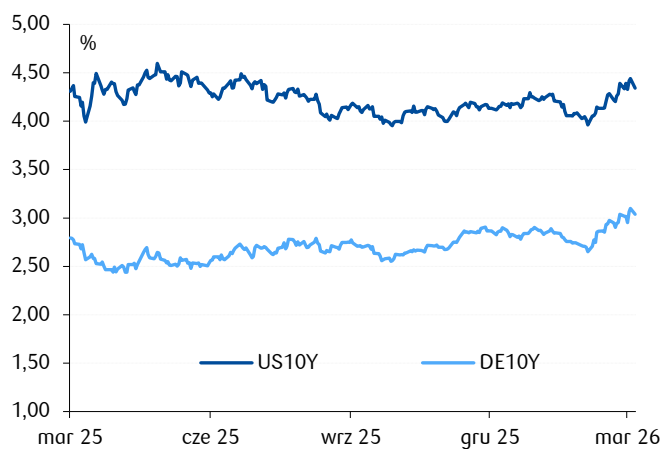
Krótkoterminowe stopy procentowe



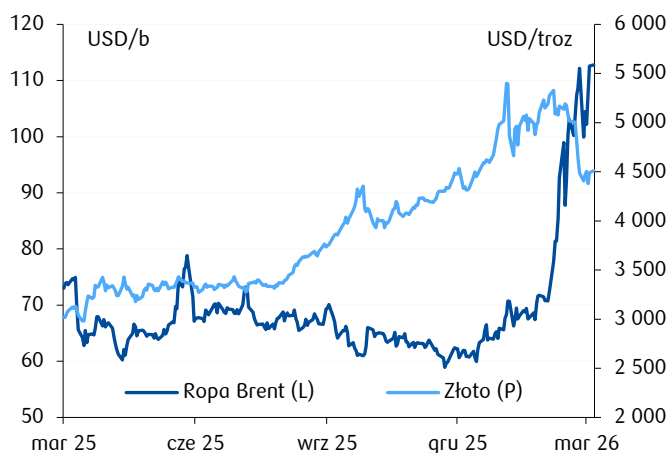
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 27 marca						
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., rew.)	15:00	pkt.	56,6	54	--	53,3
Poniedziałek, 30 marca						
HUN: Saldo handlowe (lut.)	8:30	mln EUR	12	823	--	665
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (mar.)	11:00	pkt.	98,2	96,8	--	96,6
EUR: Koniunktura konsumencka (mar., rew.)	11:00	pkt.	-12,2	-16,3	--	-16,3
GER: Inflacja CPI (mar., wst.)	14:00	% r/r	1,9	2,7	--	2,7
GER: Inflacja HICP (mar., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,9	--	2,8
Wtorek, 31 marca						
CZE: Wzrost PKB (4q)	9:00	% r/r	2,8	2,6	--	--
POL: Inflacja CPI (mar., wst.)	9:30	% r/r	2,1	3,2	3,5	--
GER: Stopa bezrobocia (mar.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
EUR: Inflacja HICP (mar., wst.)	11:00	% r/r	1,9	2,6	--	--
EUR: Inflacja bazowa (mar., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	--
USA: Ceny nieruchomości (sty.)	15:00	% r/r	1,38	1,37	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (mar.)	16:00	pkt.	91,2	88,0	--	--
USA: Raport JOLTS (lut.)	16:00	mln	6,946	6,895	--	--
Środa, 1 kwietnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (mar.)	3:45	pkt.	52,1	51,5	--	--
ROM: Stopa bezrobocia (lut.)	8:00	%	6,0	--	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (mar.)	9:00	pkt.	47,1	47,2	47,2	--
GER: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	9:55	pkt.	50,9	51,7	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	10:00	pkt.	50,8	51,4	--	--
USA: Raport ADP (mar.)	14:15	tys.	63	40	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (lut.)	14:30	% m/m	-0,2	0,5	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lut.)	14:30	%, m/m	0,0	0,3	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	15:45	pkt.	51,6	52,4	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (mar.)	16:00	pkt.	52,4	52,4	--	--
Czwartek, 2 kwietnia						
USA: Bilans handlowy (lut.)	14:30	mld USD	-54,5	-59,4	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (mar.)	14:30	tys.	210	212	--	--
Piątek, 3 kwietnia						
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (mar.)	14:30	tys.	-92	60	-6	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (mar.)	14:30	% r/r	3,8	3,7	--	--
USA: Stopa bezrobocia (mar.)	14:30	%	4,4	4,4	--	--

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 (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	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:

 @PKO_Research



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, usługi 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.