

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

30 marca 2026

## Perspektywa zakończenia konfliktu na Bliskim Wschodzie nadal oddala się. Obniżka VAT i akcyzy na paliwa złagodzi wzrost krajowej inflacji.

- Po raz kolejny uspokajające wypowiedzi prezydenta Trumpa okazały się nietrwałe i po wyraźnej poprawie sytuacji rynkowej na początku minionego tygodnia, sytuacja rynkowa pogorszyła się w kolejnych dniach.
- Po wypowiedziach prezydenta Trumpa z minionego poniedziałku dot. rozmów pokojowych oraz odsunięcia o 5 dni ultimatum dot. deeskalacji sytuacji w Cieśninie Ormuz, przez dalszą część tygodnia pojawiały się sprzeczne sygnały strony irańskiej i amerykańskiej dot. kwestii negocjacji. W tych dniach także powróciła zmienność w wypowiedziach prezydenta USA dot. możliwości wystania do Iranu dodatkowych wojsk amerykańskich. Pod koniec tygodnia prezydent po raz kolejny odroczył groźbę zwiększenia skali operacji militarnej USA do 6 kwietnia, utrzymując niejasny przekaz, tj. wskazując z jednej strony na pozytywny przebieg rozmów, z drugiej, że do rozwiązania pokojowego może ostatecznie nie dojść.
- W tym czasie strona irańska utrzymywała retorykę kontynuacji działań wojennych, utrzymywały się naloty na kraje Zatoki Perskiej sojuszników USA, a w piątek wspierani przez Iran rebelianci z plemienia Huti w Jemenie poinformowali, że włączą się do wojny na Bliskim Wschodzie, jeśli Izrael i USA będą kontynuować ataki na irańskie cele. Proirańscy Huti potwierdzili w sobotę przeprowadzenie pierwszego ataku na Izrael od początku wojny tego kraju i USA z Iranem.
- W warunkach oddalania się perspektywy zakończenia konfliktu, a nawet ryzyka jego eskalacji (potencjalne utrudnienia żeglugowe w Zatoce Adeńskiej po przystąpieniu do konfliktu Huti), na rynki powróciły obawy przed wydłużającym się konfliktem silniej wpływającym na destabilizację podaży surowców energetycznych. W efekcie cena ropy naftowej Brent powróciła w piątek w okolice 110 USD/baryłkę, a ceny gazu na rynku europejskim do 55 EUR/MWh.
- Rosnące obawy przed utrwaleniem się podwyższonej inflacji poskutkowały wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na dłuższym końcu krzywej o ok. 5 pkt. baz. (do 4,43% w USA oraz 3,09% w Niemczech). W przypadku Fed obecnie inwestorzy nie oczekują już obniżek stóp procentowych, w przypadku strefy euro, osłabły minimalnie prognozy wzrostu stóp w II kw., natomiast w dalszym ciągu w II poł. roku wyceniana jest podwyżka stopy EBC o ok. 65 pkt. baz. Te zmiany mogły wynikać z wypowiedzi przedstawicieli rady EBC (w tym prezes Lagarde, oraz I. Schnabel) wskazujących z jednej strony na gotowość EBC do podjęcia wszelkich działań stabilizujących inflację, ale z drugiej strony wskazujące też na wysoką niepewność dot. rozwoju sytuacji w nadchodzących tygodniach.

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

- Globalny indeks akcji MSCI obniżył się w minionym tygodniu o 1,3%, w tym w USA o 2,1%, przy stabilizacji w strefie euro oraz spadkach o 1,6% w grupie rynków wschodzących. Aprecjacja dolara (o 0,5% w relacji do koszyka walut) przy generalnie stabilnych notowaniach euro poskutkowała spadkiem kursu euro wobec dolara do 1,15 USD/EUR.
- Podobne zmiany notowano na rynku krajowym, tj. po poprawie w poniedziałkowe popołudnie, w kolejnych dniach sytuacja pogarszała się. W efekcie WIG po poniedziałkowych zwyżkach tracił w kolejnych dniach kończąc tydzień lekko powyżej poziomu sprzed tygodnia. Kurs złotego cały czas reaguje w ograniczonym stopniu na pogorszenie nastrojów, tracąc głównie względem umacniającego się dolara.
- Rentowności 10-letnich krajowych obligacji wzrosły o 6 pkt. baz. do 5,84%. Minimalnie obniżyły się rentowności w krótszych termiach, przy spadkach stawek FRA i IRS o 10-15 pkt. baz., co jest zapewne korekcyjnym ruchem po ich dynamicznym wzroście w minionych tygodniach. W dalszym ciągu w horyzoncie rocznym stawki FRA pozostają wyższe o ok. 120 pkt. baz. wobec poziomów z końca lutego – sprzed wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie.
- W reakcji na rozwój konfliktu oraz kształtowanie się cen ropy naftowej w bazowym scenariuszu nie oczekujemy już luzowania polityki pieniężnej przez RPP w 2026 r. Jednocześnie nadal scenariusz podwyżek stóp NBP oceniamy jako mniejszościowy. W naszych prognozach przyjęliśmy założenie utrzymywania się w kolejnych tygodniach ropy powyżej 100 USD/baryłkę oraz mniejszej skali jej spadku w II poł. roku (do ok. 80 USD/baryłkę). Jednocześnie w warunkach wzrostu cen gazu, nawozów oraz napięć w globalnym handlu (także żywności) oczekujemy szybszego wzrostu cen surowców żywnościowych oraz generalnego wzrostu kosztów krajowego importu. Podtrzymujemy prognozę stabilizacji poziomu zatrudnienia i dalszego stopniowego spadku dynamiki płac, co będzie utrzymywało lekki spadek presji inflacyjnej z tytułu kosztów pracy. W tym scenariuszu inflacja CPI w II kw. mogłaby sięgnąć 4,0% r/r i w II poł. roku obniżyć się do poniżej 3,0% na koniec roku.
- Skala wzrostu inflacji CPI będzie jednak niższa dzięki wprowadzonym w minionym tygodniu zmianom podatkowym na rynku paliw (obniżenie VAT i akcyzy). Niższe podatki na paliwa obniżą ścieżkę inflacji o ok. 1 pkt. proc. (przyjmując naszą ścieżkę cen paliw zakładamy, że obniżone stawki podatku będą obowiązywać w II i III kw.). W efekcie w II kw. oczekujemy wzrostu inflacji do lekko powyżej 3,0% r/r, po czym pod koniec roku jej spadku do 2,5% - 3,0% r/r.
- W kontekście działań podatkowych rządu, zapewne ograniczony wpływ na sytuację rynkową będzie miała jutrzejsza publikacja wskaźnika *flash* marcowej inflacji. Prognozujemy wzrost indeksu CPI do 3,0-3,1% r/r, w warunkach blisko 20-procentowego wzrostu cen paliw.
- Biorąc pod uwagę, że w perspektywie kolejnych miesięcy CPI nie powróci do celu inflacyjnego NBP, RPP nie zdecyduje się na dalsze obniżki stóp, jednocześnie utrzymanie inflacji w granicach przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu da Radzie komfort utrzymania stabilnych stóp i obserwowania sytuacji rynkowej i gospodarczej. Tym samym, zmieniamy nasz dotychczasowy scenariusz obniżek stóp w II poł. roku, sądząc, że powrót do lekkiego

złagodzenia krajowej polityki pieniężnej będzie możliwy najwcześniej w I kw. 2027 r.

- Oczywiście w dalszym ciągu rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie jest tak niepewny, że ryzyko dla prognozy bazowej pozostaje bardzo wysokie i jest asymetryczne (wyższe ryzyko silniejszego wzrostu inflacji).
- Wysoka niepewność dotyczy także skali negatywnego wpływu szoku surowcowego na sferę realną. Opublikowane w minionym tygodniu wstępne wyniki marcowych wskaźników PMI koniunktury gospodarczej w gospodarkach rozwiniętych wskazały na wyraźne pogorszenie koniunktury (spadki indeksu composite zarówno w USA jak i w strefie euro), jak na razie jednak to pogorszenie koncentruje się głównie w sektorze usługowym, przy kontynuacji poprawy sytuacji w przemyśle. Przy słabszych subindeksach produkcji, w marcu odnotowano wzrosty subindeksów cen w warunkach silnego wzrostu cen surowców energetycznych.
- Niezmiennie, kluczowym czynnikiem wpływającym na sytuację rynkową w nadchodzącym tygodniu będą wszelkie informacje z Bliskiego Wschodu, wpływające na ocenę ryzyka eskalacji / wygaszania konfliktu.
- Z danych makroekonomicznych zapewne istotne będą kolejne publikacje wskaźników koniunktury za marzec, w tym indeksy PMI dla rynków wschodzących, uwzględniające już silny wzrost cen surowców energetycznych. Choć prawdopodobieństwo obniżki stóp Fed w najbliższym czasie jest praktycznie zerowe, to marcowe dane z amerykańskiego rynku pracy będą ważne, z punktu widzenia oceny ryzyka dla celów amerykańskiego banku centralnego. Na bieżący tydzień zaplanowana jest także publikacja marcowego wskaźnika *flash* inflacji HICP w strefie euro, która będzie już uwzględniać skokowy wzrost cen paliw.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Wskaźnik inflacji w marcu – szacunek *flash* (31 marca)**

**Prognozujemy wstępnie, że w marcu wskaźnik inflacji CPI ukształtował się w przedziale 3,0-3,1% r/r.** Według naszych szacunków w marcu w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał skokowy wzrost cen paliw do środków transportu (o blisko 20%) i w znacznie mniejszym stopniu – nośników energii (silny wzrost cen opału, mitygowany przez obniżenie przez URE od marca taryfy za gaz dla gospodarstw domowych). Ograniczająco na wzrost CPI oddziaływało w marcu obniżenie dynamiki cen żywności (efekt silnych obniżek cen regularnych w sieciach dyskontowych – m.in. oleju, cukru i produktów żywnościowych dla dzieci). Szacujemy, że inflacja bazowa w marcu ukształtowała się w przedziale 2,4-2,5% r/r wobec 2,5% r/r w lutym.

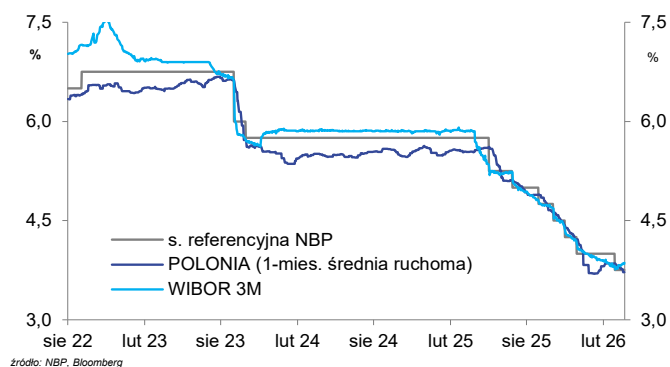
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 31 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	mar	49,0 pkt.	50,2 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	mar	49,5 pkt.	50,0 pkt.	-
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wskaźnik inflacji CPI (wst.)</b>	<b>mar</b>	<b>2,4% r/r</b>	-	<b>3,1% r/r</b>
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	mar	1,9% r/r	2,6% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	mar	2,4% r/r	2,3% r/r	-
16:00	US	Liczba wakatów wg JOLTS	lut	6 946 tys.	6 760 tys.	-
środa 1 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	mar	52,1 pkt.	51,7 pkt.	-
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>Indeks koniunktury PMI – przemysł</b>	<b>mar</b>	<b>47,2 pkt.</b>	-	<b>47,1 pkt.</b>
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	lut	-0,2% m/m	0,4% m/m	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	mar	52,4 pkt.	52,3 pkt.	-
piątek 3 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	mar	56,7 pkt.	53,5 pkt.	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	mar	-92,0 tys.	50,5tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	mar	4,4%	4,4%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	mar	3,8% r/r	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	mar	56,1 pkt.	55,0 pkt.	-

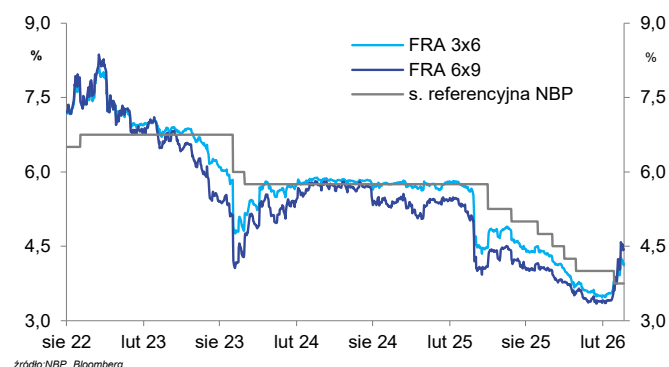
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

## Rynki finansowe

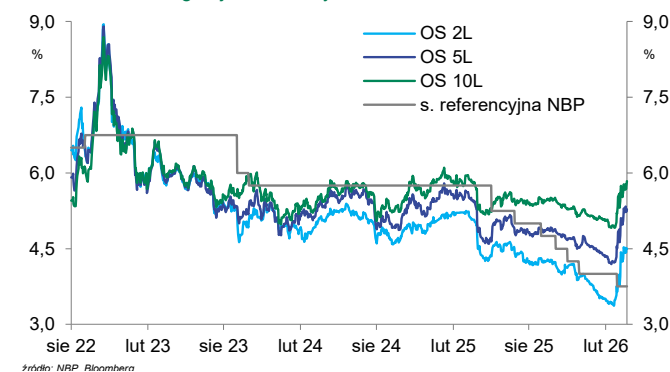
### Krajowe stopy procentowe



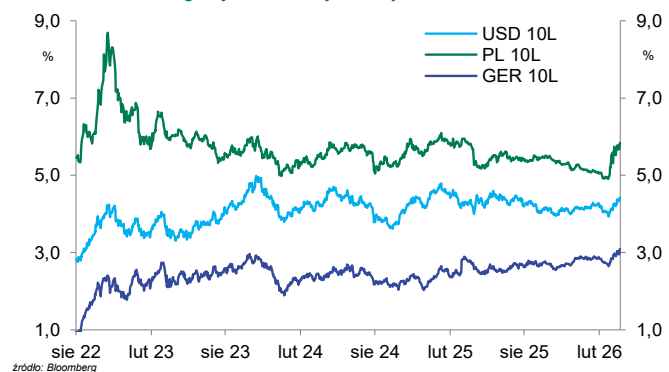
### Uczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



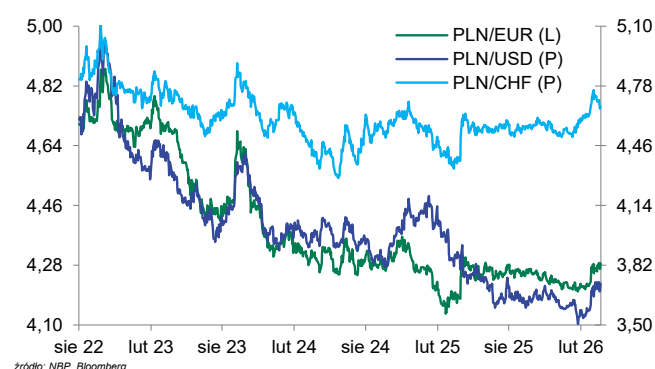
### Kontowności obligacji skarbowych - Polska



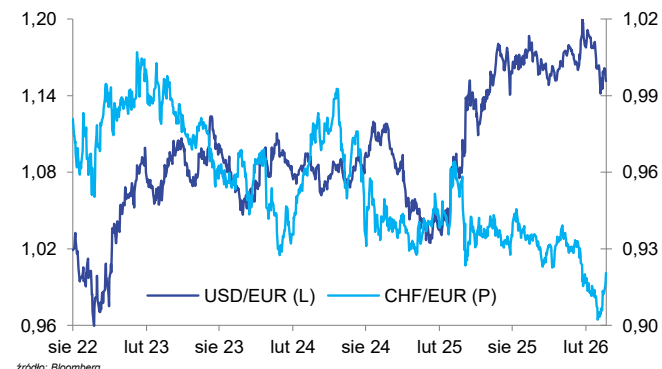
### Kontowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



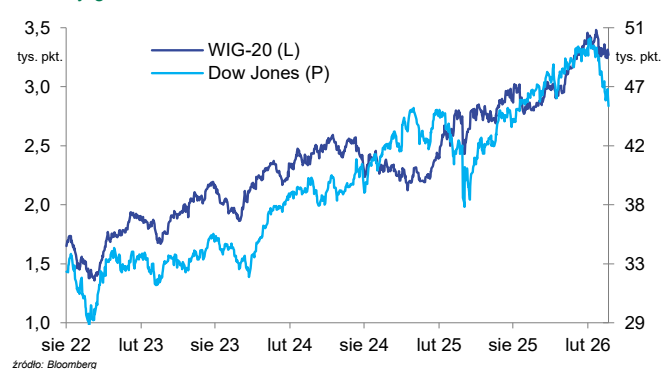
### Notowania kursu złotego



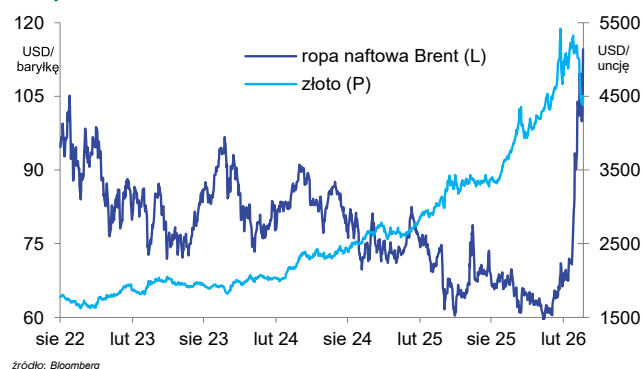
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

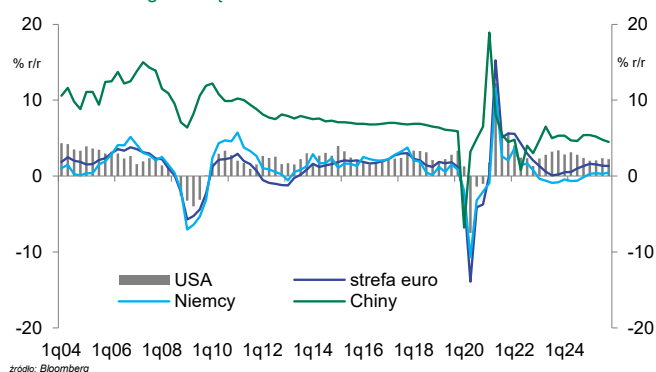


### Ceny surowców

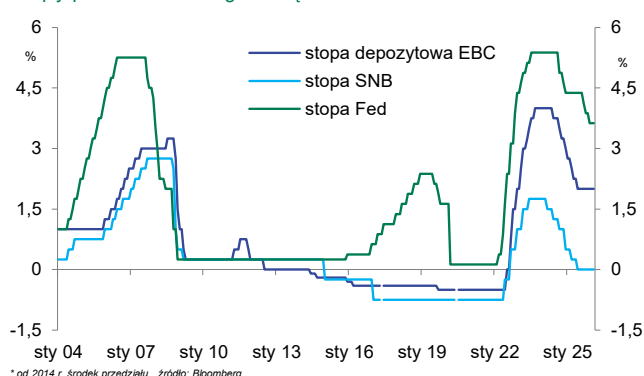


## Sfera realna

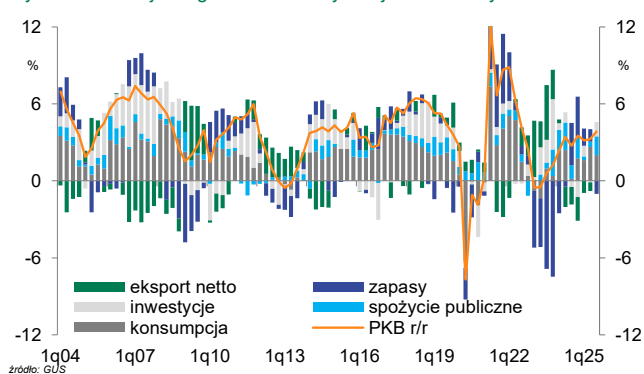
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



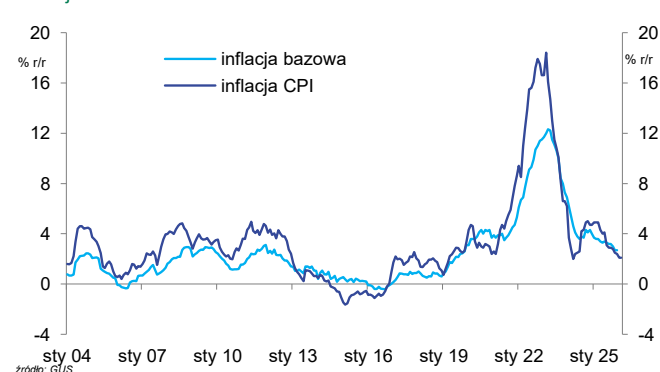
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



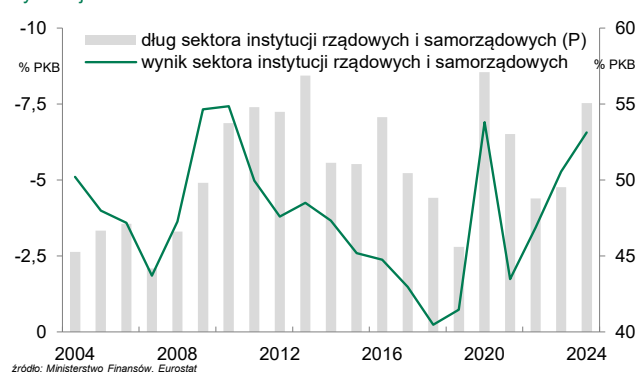
### Rynek pracy



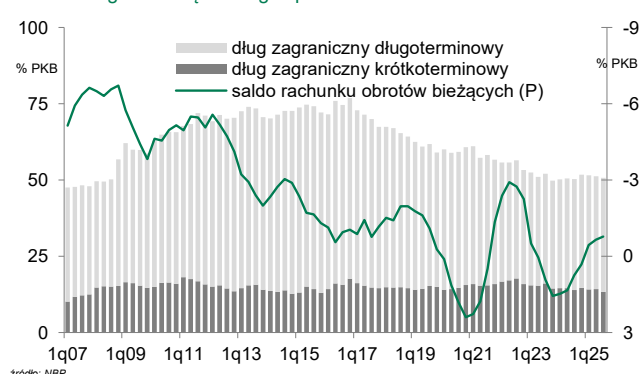
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Konrowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2026	20.03.2026	27.03.2026	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	3,83	3,86	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,57	4,28	4,12	-	-	-
FRA 6x9	%	3,44	4,59	4,44	-	-	-
FRA 9x12	%	3,40	4,69	4,60	-	-	-
IRS 2L	%	3,59	4,60	4,50	-	-	-
IRS 5L	%	3,78	4,69	4,63	-	-	-
IRS 10L	%	4,19	4,87	4,86	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,49	4,53	4,50	4,50	4,30	4,15
Obligacje skarbowe 5L	%	4,24	5,30	5,28	5,30	5,10	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	4,92	5,78	5,84	5,85	5,75	5,60
PLN/EUR	PLN	4,22	4,28	4,29	4,30	4,28	4,26
PLN/USD	PLN	3,58	3,70	3,72	3,76	3,72	3,70
PLN/CHF	PLN	4,63	4,70	4,67	4,75	4,72	4,68
USD/EUR	USD	1,18	1,16	1,15	1,15	1,15	1,15
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	4,38	4,43	4,40	4,30	4,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,64	3,04	3,09	3,10	3,00	2,95

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.