

KOMENTARZ TYGODNIOWY

3 kwietnia 2026

Rynki finansowe nadal pod wpływem sytuacji geopolitycznej w Zatoce Perskiej. Stopy NBP pozostaną bez zmian podczas posiedzenia RPP.

- Bieżący – na większości rynków skrócony – przedświąteczny tydzień minął pod wpływem informacji i spekulacji dot. możliwości zakończenia konfliktu w Zatoce Perskiej, z wiodącą rolą prezydenta Trumpa, który z jednej strony nadal sygnalizował, że perspektywa zakończenia konfliktu z Iranem jest bliska (2-3 tygodnie), ale jednocześnie groził eskalacją amerykańskich ataków w sytuacji „braku współpracy” władz Iranu.
- Prezydent Trump we wtorkowym orędziu do narodu powiedział, że USA jest bliskie zrealizowania głównych celów strategicznych operacji w Iranie i wojna niedługo się zakończy. Jednocześnie jednak zagroził, że jeśli w tym czasie nie dojdzie do porozumienia z Iranem, USA zaatakują cele związane z sektorem energetycznym i naftowym.
- Przy sporej dawce spekulacji, póki co nie zostały zaprezentowane konkretne rozwiązania wskazujące na zakończenie konfliktu, cieśnina Ormuz pozostaje *de facto* zablokowana, z napływającymi informacjami, że Iran pracuje nad rozwiązaniami pozwalającymi na stałą kontrolę cieśniny.
- W tych warunkach na rynkach surowców energetycznych utrzymywała się podwyższona zmienność. Notowania ropy naftowej Brent w trakcie tygodnia spadły okresowo poniżej 100 USD za baryłkę, jednak pod koniec tygodnia powróciły w okolice 110 dolarów. Ceny gazu na rynku europejskim w kontraktach 1M wahały się w okolicach 50 EUR/MWh, nieco poniżej szczytów z poprzedniego tygodnia.
- Pomimo utrzymującej się niepewności co do dalszego przebiegu konfliktu na Bliskim Wschodzie w trakcie bieżącego tygodnia nastąpiło pozytywne odreagowanie negatywnych nastojów z końca minionego tygodnia, a wraz ze zbliżaniem się okresu świątecznego stabilizacja wyższych notowań na rynkach obligacji i akcji.
- W skali całego tygodnia rentowności obligacji na rynkach bazowych obniżyły się po osiągnięciu ubiegłotygodniowych lokalnych szczytów. Na dłuższym końcu krzywej rentowności obniżyły się o ok. 10 pkt. baz. – do 4,31% w USA oraz 2,99% w Niemczech. Sprzyjało temu osłabienie obawy rynkowych przed zacieśnieniem polityki monetarnej głównych banków centralnych. W przypadku Fed na rynek powróciły nieśmiało oczekiwania na obniżenie stóp procentowych o 25 pkt. baz. pod koniec roku (ok. 30% prawdopodobieństwa). W przypadku EBC nieco spadła skala oczekiwań dot. skali podwyżek stóp w tym roku – poniżej 50% spadło w ocenie rynkowej prawdopodobieństwo podwyżki stóp już na najbliższym posiedzeniu rady EBC w kwietniu. Do niepełnych 3 podwyżek po 25 pkt. baz. obniżyła się skala oczekiwanego zacieśnienia polityki EBC do końca roku.
- Jednym z czynników, który mógł uspokoić rynki była wypowiedź prezesa Fed z początku tygodnia, w której ocenił on, że Fed ma czas na ocenę jak wojna USA

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

i Izraela z Iranem wpłynę na gospodarkę i na inflację, zauważając, że decydenci zazwyczaj nie biorą pod uwagę wstrząsów podażowych, takich jak te związane z wyższymi cenami ropy naftowej.

- Na rynek obligacji europejskich mogła też pozytywnie oddziaływać publikacja marcowej inflacji w strefie euro. Choć wskaźnik podstawowy HICP istotnie wzrósł – do 2,5% r/r, to wyraźny wzrost był powszechnie oczekiwany w związku ze skokowym wzrostem cen paliw, natomiast jednocześnie obniżyła się inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) do 2,3% po nieoczekiwanym wzroście do 2,4% w lutym.
- Rynki akcji z nawiązką odreagowały w bieżącym tygodniu spore spadki z poprzedniego tygodnia. Globalny indeks akcji MSCI wzrósł wobec piątkowego dołka – o 3,1%, w tym w USA o 3,4% oraz o 3,8% w strefie euro. Dolar w relacji do koszyka walut lekko osłabił się za sprawą umocnienia innych walut, m.in. niektórych rynków wschodzących. Lekko osłabiło też euro i w efekcie relacja dolara do euro nie zmieniła się istotnie pozostając w okolicach 1,15 USD/EUR.
- Podobne zmiany notowano na krajowym rynku finansowym z silnym wzrostem notowań akcji na GPW (+4,9%) i z solidnym obniżeniem rentowności obligacji. Kurs złotego lekko był względnie stabilny w trakcie tygodnia w okolicach 4,27-28 w relacji do euro, przy większej zmienności wobec dolara (3,60-3,74).
- Krzywa rentowności krajowych obligacji obniżyła się na całej długości (od 20 pkt. baz na krótkim końcu do niemal 15 pkt. baz. na długim końcu krzywej), w tym rentowności 10-letnich obligacji obniżyły się do poziomu 5,70%. Spadły też stawki FRA i IRS odzwierciedlając spadek obaw rynkowych przed podwyższeniem stóp procentowych NBP. Obecnie w horyzoncie do końca roku stawki FRA wyceniają możliwość podwyższenia stóp NBP o 25 pkt. baz., podczas gdy przed tygodniem wyceniane były dwie podwyżki po 25 pkt. baz.
- Na krajowy rynek stopy procentowej oprócz sytuacji na rynkach bazowych mogła wpłynąć publikacja wstępnego [szacunku krajowej inflacji za marzec](#), który okazał się niższy od konsensusu rynkowego. Marcowy wskaźnik CPI wzrósł do 3,0% r/r, poniżej oczekiwań rynkowych (3,3% r/r) i blisko naszej prognozy (3,1% r/r). Zgodnie z oczekiwaniami w kierunku wzrostu CPI oddziaływał skokowy wzrost cen paliw (+15%), ale ograniczająco oddziaływało obniżenie dynamiki cen żywności, przy szacowanym lekkim wzroście inflacji bazowej do 2,6% r/r.
- Jako uspakajające mogły też być odebrane wypowiedzi członków RPP (Kotecki, Litwiniuk), którzy co prawda zasygnalizowali brak przestrzeni do dalszego obniżenia stóp w tym roku (co nie jest zaskoczeniem), ale jednocześnie wskazali jako bazowy scenariusz stabilizacji stóp NBP. Opcja podwyżek stóp podnoszona była w trybie warunkowym – w sytuacji wzrostu oczekiwań inflacyjnych i zagrożenia dla celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.
- Utrzymania takiego przekazu RPP oczekujemy podczas piątkowej konferencji prasowej prezesa NBP po posiedzeniu RPP w przyszłym tygodniu (które odbędzie się nietypowo w środę i czwartek, 8-9 kwietnia), na którym oczekujemy utrzymania stóp NBP na dotychczasowym poziomie. Sądzymy, że prezes NBP wskaże, że nie ma obecnie przestrzeni do kolejnych obniżek stóp wobec wyraźnego wzrostu bieżącej inflacji. Jednocześnie wobec oczekiwanego przejściowego charakteru wzrostu inflacji w wyniku szoku podażowego (i

mitygujący ten wzrost działań ustawowych dot. zmniejszenia podatków od paliw) sądzimy, że prezes NBP podtrzyma ocenę stabilizacji stóp w przyszłości. Jednocześnie zapewne wskaże na konieczność monitorowania bieżącej sytuacji i tryb wzmożonej uwagi i obserwacji perspektyw inflacyjnych oraz oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w kontekście zmian cen surowców.

- Niezmiennie kluczowym czynnikiem wpływającym na sytuację rynkową w nadchodzącym tygodniu będą informacje z Bliskiego Wschodu, wpływające na ocenę prawdopodobieństwa wygaszenia lub eskalacji konfliktu, co oznacza obustronne ryzyko dla rozwoju sytuacji rynkowej.
- Z danych makroekonomicznych dla przyszłotygodniowej sytuacji rynkowej istotne będą publikowane jeszcze dzisiaj marcowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Z kolei na przyszły tydzień zaplanowana jest seria publikacji danych dot. gospodarki realnej USA (kolejny szacunek PKB za IV kw. 2025 r., wydatki konsumentów w lutym) i inflacji (marcowe miary CPI i lutowe PCE). Dane te łącznie będą istotne z punktu widzenia oceny ryzyka dla celów Fed (inflacja vs. wzrost gospodarczy).
- W poświęconym tygodniu opublikowane zostaną też istotne dane z Europy – zamówienia i produkcja przemysłu niemieckiego oraz sprzedaż detaliczna w strefie euro.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (8-9 kwietnia)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 3,75%.

Oczekujemy, że podczas piątkowej konferencji prasowej prezesa NBP po posiedzeniu Rady wskaże on, że nie ma obecnie przestrzeni do kolejnych obniżek stóp wobec wyraźnego wzrostu bieżącej inflacji. Jednocześnie wobec oczekiwanego przejściowego charakteru wzrostu inflacji w wyniku szoku podażowego (i mitygujący ten wzrost działań ustawowych dot. zmniejszenia podatków od paliw) sądzimy, że prezes NBP podtrzyma ocenę stabilizacji stóp w przyszłości. Jednocześnie zapewne wskaże na konieczność monitorowania bieżącej sytuacji i tryb wzmożonej uwagi i obserwacji perspektyw inflacyjnych oraz oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w kontekście zmian cen surowców.

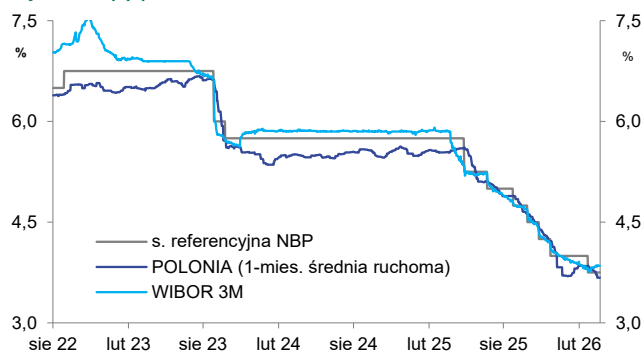
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

piątek 3 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	mar	-92,0 tys.	65,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	mar	4,4%	4,4%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	mar	3,8% r/r	3,8% r/r	-
poniedziałek 6 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	mar	56,1 pkt.	53,5 pkt.	-
środa 8 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	lut	-11,1% m/m	-4,2% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	lut	-0,1% m/m	0,3% m/m	-
20:00	US	Publikacja minutes z marcowego posiedzenie Fed	mar	-	-	-
czwartek 9 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	lut	-0,5% m/m	1,0% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	lut	2,8% m/m	2,9% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	lut	3,1% m/m	3,1% m/m	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	lut	0,4% r/r	0,5% r/r	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	lut	0,4% r/r	0,3% r/r	-
14:30	US	Wzrost PKB (II szac.)	IV kw.	0,7% kw/kw (wst.)	-	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	kwi	3,75% (ref)	3,75% (ref)	3,75% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	kwi	-	-	-
piątek 10 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	mar	1,3% r/r	0,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI	mar	2,4% r/r	2,4% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	mar	2,5% r/r	2,5% r/r	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	kwi	-	-	-
poniedziałek 13 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lut	1,153 mld EUR	0,298 mld EUR	-0,012 mld EUR
14:00	PL	Publikacja protokołu z marcowego posiedzenia RPP	mar	-	-	-

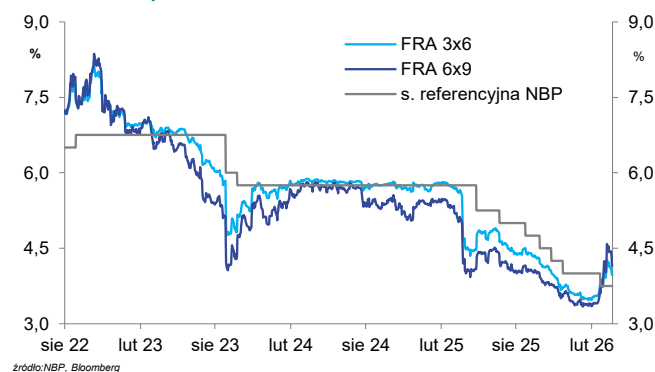
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

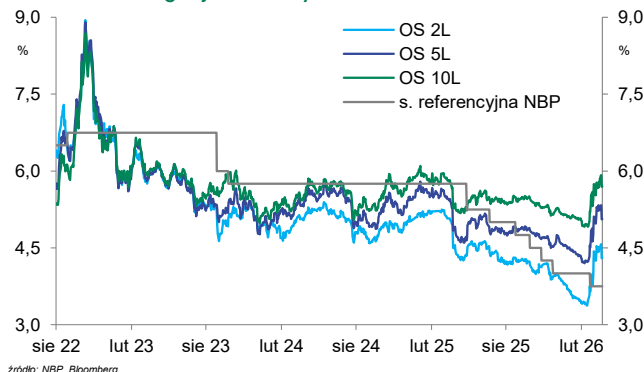
Krajowe stopy procentowe



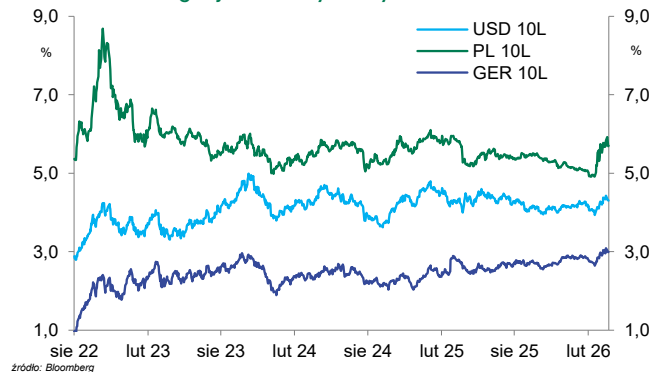
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



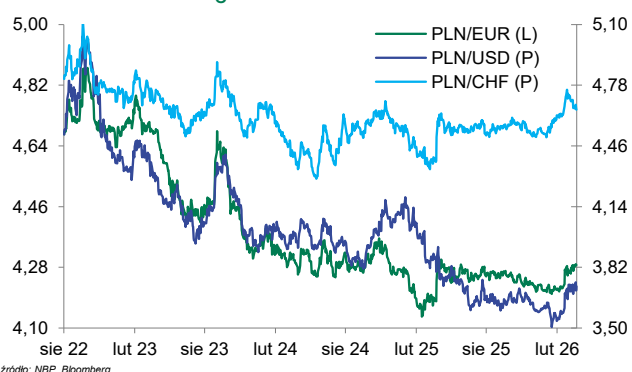
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



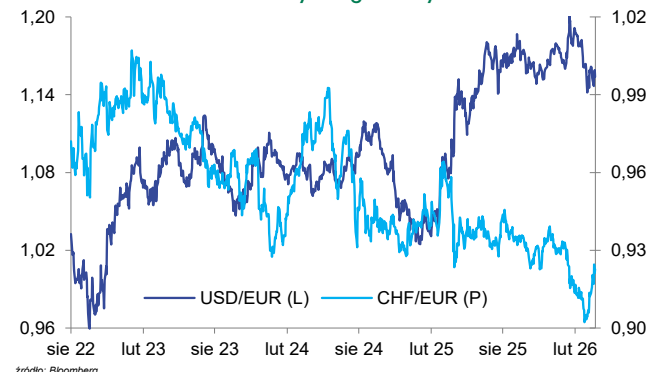
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



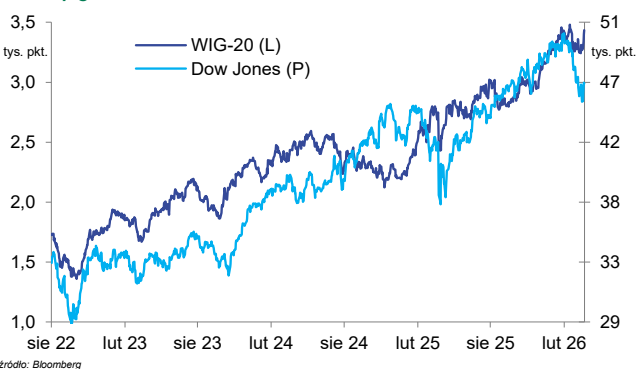
Notowania kursu złotego



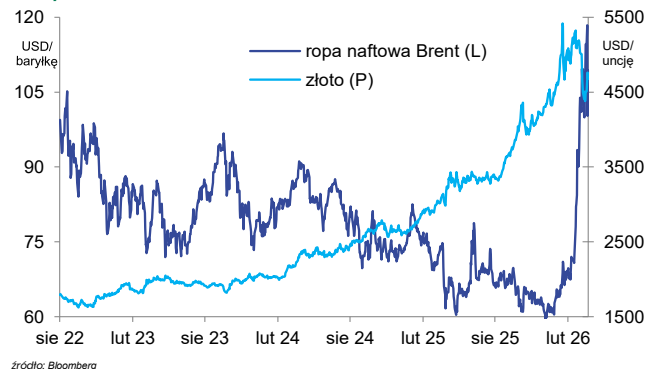
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

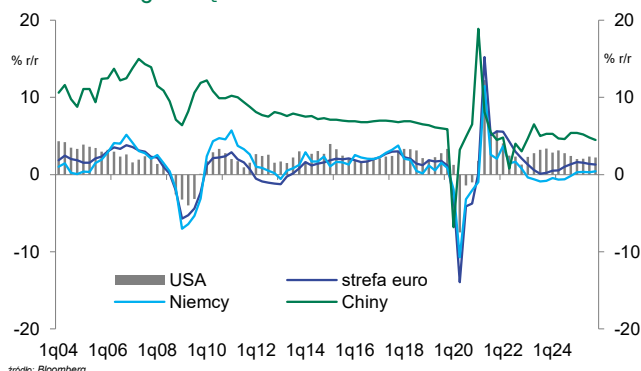


Ceny surowców

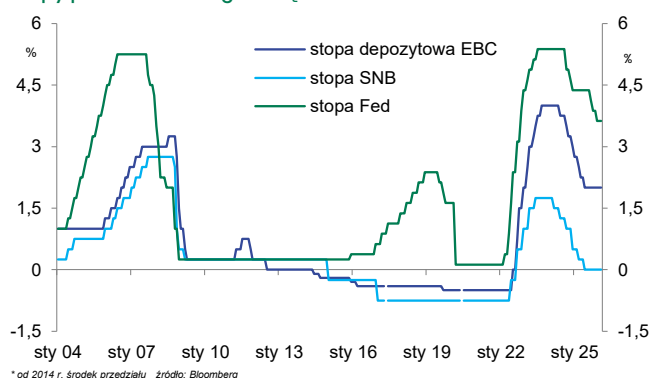


Sfera realna

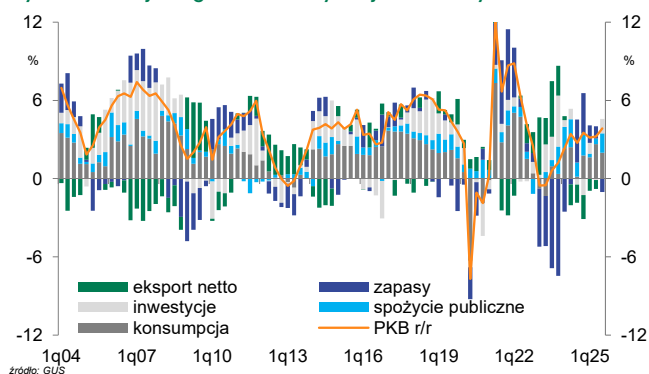
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



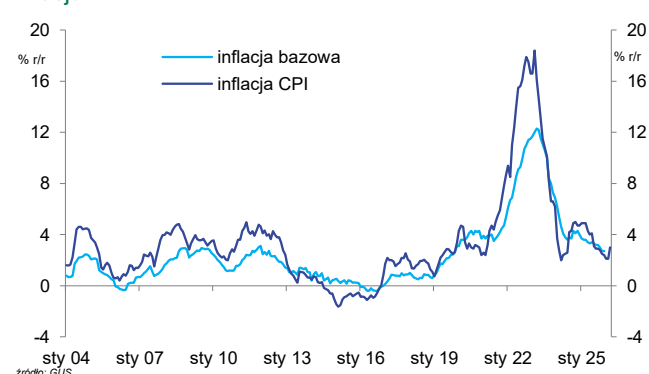
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



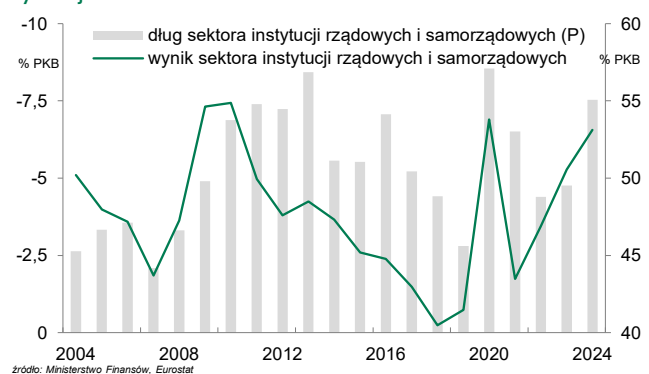
Rynek pracy



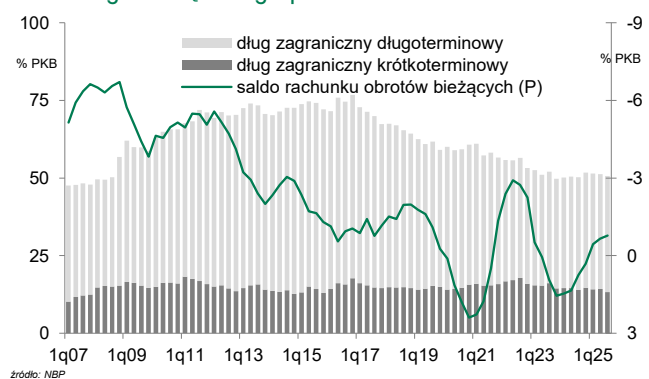
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2026	24.03.2026	31.03.2026	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	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,57	4,22	4,04	-	-	-
FRA 6x9	%	3,44	4,54	4,33	-	-	-
FRA 9x12	%	3,40	4,65	4,52	-	-	-
IRS 2L	%	3,59	4,55	4,44	-	-	-
IRS 5L	%	3,78	4,64	4,62	-	-	-
IRS 10L	%	4,19	4,81	4,91	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,49	4,51	4,50	4,50	4,30	4,15
Obligacje skarbowe 5L	%	4,24	5,33	5,25	5,25	5,10	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	4,92	5,78	5,86	5,85	5,75	5,60
PLN/EUR	PLN	4,22	4,27	4,29	4,28	4,28	4,26
PLN/USD	PLN	3,58	3,69	3,74	3,72	3,72	3,70
PLN/CHF	PLN	4,63	4,68	4,68	4,70	4,70	4,68
USD/EUR	USD	1,18	1,16	1,16	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	4,36	4,32	4,35	4,30	4,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,64	3,02	3,00	3,05	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.