

KOMENTARZ TYGODNIOWY

4 maja 2026

Blokada cieśniny Ormuz utrzymuje się. EBC prawdopodobnie podwyższy stopy w czerwcu. W tym tygodniu decyzja RPP.

- W minionym tygodniu impas w relacjach USA - Iran utrzymywał się. Choć trwał rozejm i obie strony konfliktu deklarowały chęć osiągnięcia porozumienia, to nie pojawiły się żadne nowe informacje zwiększające prawdopodobieństwo takiego scenariusza. Pojawiające się propozycje warunków pokoju są negatywne oceniane przez drugą stronę.
- W tej sytuacji ruch morski przez cieśninę Ormuz pozostaje wstrzymany, co wzmacnia presję na ceny surowców energetycznych. W weekend prezydent Trump zapowiedział uruchomienie od dziś operacji „Projekt Wolność” polegającej na wsparciu przez siły USA statków handlowych w bezpiecznym transzycie przez cieśninę Ormuz. Ta deklaracja nie spotkała się z pozytywnym odzewem rynkowym, biorąc pod uwagę wcześniejsze nieskuteczne deklaracje prezydenta Trumpa dot. uruchomienia tranzytu przez cieśninę.
- Jednocześnie kolejne terminy graniczne - tym razem konieczna zgoda Kongresu USA na kontynuowanie działań militarnych po 60 dniach - okazują się mało istotne. Prezydent Trump w weekend poinformował Kongres o zakończeniu działań militarnych, choć konflikt - z punktu widzenia drożności cieśniny Ormuz - pozostaje nierozstrzygnięty.
- Brak postępów w negocjacjach dot. otwarcia cieśniny przełożył się na ponowne zwiększenie presji na ceny surowców energetycznych. W efekcie cena ropy Brent (1-mies. kontrakt) wzrosła do ok 115 USD/baryłkę w minionym tygodniu ze 105 USD tydzień wcześniej, a dziś rano kształtuje się w okolicach 110 USD/baryłkę. Ceny utrzymują się jednak wciąż poniżej lokalnych maksimumów z początku kwietnia, gdyż inwestorzy nadal jako bazowy scenariusz przyjmują zawarcie porozumienia i otwarcie Cieśniny Ormuz w ciągu kilku tygodni.
- To przekonanie pomaga uniknąć silnej wyprzedaży akcji. W minionym tygodniu globalny indeks MSCI nawet lekko wzrósł (0,6%) przy pozytywnym efekcie publikacji korzystnych wyników finansowych największych firm amerykańskich. Indeks dla USA wzrósł o 0,9%, dla strefy euro nie zmienił się w skali tygodnia, a dla rynków wschodzących obniżył się nieznacznie (o 0,3%).
- Ten optymizm nie dotyczył jednak rynku stopy procentowej, gdzie utrzymujące się od 9 tygodni wysokie ceny surowców skutkują wzmocnieniem obaw przed trwalszym wzrostem inflacji. W efekcie w minionym tygodniu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wzrosły o ok. 5 pkt. baz. w przypadku rentowności 10-letnich oraz o ok. 10 pkt. baz. w przypadku papierów 2-letnich. W skali tygodnia zmieniły się także oczekiwania rynkowe dot. decyzji EBC i Fed. W przypadku Europy inwestorzy do końca roku oczekują wzrostu stóp o ok 75 pkt. baz. (wzrost o 25 pkt. baz. niż tydzień wcześniej), a w przypadku USA rynek nie oczekuje obniżki stóp w br. (przed tygodniem oczekiwany był spadek

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

o 12 pkt. baz.). W niewielkim stopniu w minionym tygodniu zmienił się kurs euro wobec dolara, który wahał się wokół poziomu 1,17 USD/EUR

- Oczekiwania dot. zacieśnienia polityki pieniężnej w strefie euro wzrosły dodatkowo po konferencji prasowej prezes Lagarde po posiedzeniu [rady prezesów EBC](#) w minionym tygodniu. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, rada utrzymała stabilne stopy procentowe, niemniej wypowiedzi prezes Lagarde podczas konferencji prasowej wskazują, że obecnie bazowym scenariuszem dla rady jest podwyżka stóp na posiedzeniu w czerwcu, o ile sytuacja na rynku surowców w tym okresie nie zmieni się diametralnie.
- W rezultacie w bazowym scenariuszu oczekujemy obecnie podwyżki stóp EBC o 25 pkt. baz. na posiedzeniu w czerwcu. Jednocześnie, w dalszym ciągu oczekujemy mniejszej skali podwyżek stóp wobec bieżących oczekiwań rynkowych i w naszej ocenie ogólny wydzźwięk konferencji prezes Lagarde wskazywał na pewną ostrożność w deklaracjach dot. obniżek stóp, która najprawdopodobniej jest związana z istotnym wzrostem obaw dot. scenariusza sfery realnej europejskich gospodarek.
- Te obawy potwierdzają publikacje danych makroekonomicznych, nie tylko publikowanych już wcześniej słabszych wskaźników koniunktury (PMI, Ifo), ale także słabsze wyniki PKB w strefie euro w I kw. (wzrost jedynie o 0,1% kw/kw, pomimo silniejszego wzrostu w Niemczech o 0,3%), czy też słabsze dane dot. sprzedaży detalicznej w Niemczech i strefie euro. Ponadto, przy wyższych kosztach obsługi długu publicznego, zwiększenie skali finansowania inwestycji publicznych (gł. Niemcy) będzie większym wyzwaniem.
- Na ten i tak trudny obraz sytuacji gospodarczej w Europie nakładają się jeszcze groźby prezydenta Trumpa dot. podwyższenia ceł na samochody importowane z UE do 25% z dotychczas deklarowanych 15%. Choć zgodnie z informacjami medialnymi, administracja prezydencka nie prowadzi prac nad podwyższeniem ceł, to nie można całkowicie wykluczyć w obszarze polityki handlowej oraz wyższej niepewności z tego tytułu dla firm.
- Zdecydowanie mniej niekorzystny obraz gospodarczy prezentują publikowane dane z USA. Choć dynamika PKB w I kw. na poziomie 2,0% kw/kw (w ujęciu zannualizowanym) to słaby wynik biorąc pod uwagę słabe wyniki IV kw. (0,5% kw/kw annual. – efekt *shutdownu*), to struktura danych uspokaja. Na początku roku mocno pogorszył się wynik w handlu zagranicznym, przy wciąż umiarkowanych wynikach konsumpcji prywatnej i mocnych danych dot. prywatnych inwestycji (wciąż wspieranych wydatkami technologicznymi). Te informacje wsparły także marcowe dane dot. dochodów i wydatków konsumentów, w porównaniu do strefy euro korzystniej kształtują się także nastroje przedsiębiorców, gdzie indeksy PMI i ISM utrzymują się powyżej 50 pkt.
- W tych warunkach, przy wciąż podwyższonej inflacji (wzrost marcowego bazowego wskaźnika PCE do 3,2%), pewne zaostrenie przekazu prezesa Fed J. Powella podczas konferencji po kwietniowym posiedzeniu nie dziwi, niemniej z punktu widzenia średnioterminowych perspektyw polityki monetarnej nie ma aż tak istotnego znaczenia. W połowie maja najprawdopodobniej nastąpi zmiana na stanowisku prezesa Fed i dopiero wystąpienie K. Warsha na konferencji w czerwcu da w tym temacie więcej istotnych informacji.

- W minionym tygodniu [komitet FOMC utrzymał stabilne stopy procentowe](#), a najistotniejszą informacją prezesa Powella było ogłoszenie jego decyzji, że po zakończeniu kadencji na stanowisku prezesa, pozostanie on w zarządzie Fed (dotychczas niepisany zwyczaj rezygnacji byłych prezesów z przysługującego im stanowiska w zarządzie). Taka decyzja będzie wpływać na „układ sił” w zarządzie (gdyby prezes Powell zrezygnował, nowego członka zarządu powołałby prezydent Trump).
- Istotne dla kolejnych decyzji FOMC, poza rozwojem sytuacji na Bliskim Wschodzie, będzie bieżąca sytuacja na rynku pracy. W bieżącym tygodniu opublikowane zostaną kwietniowe wskaźniki zatrudnienia i bezrobocia, istotne biorąc pod uwagę większą zmienność danych na przełomie roku. Ponadto, ważne zapewne będą także marcowe dane z niemieckiego przemysłu, choć póki co, mogą one jeszcze w ograniczonym stopniu uwzględniać skutki wojny w Iranie i wzrostu cen surowców.
- Oczywiście, wciąż zdecydowanie pierwszorzędne znaczenie dla sytuacji rynkowej będą miały wszelkie informacje dot. sytuacji na Bliskim Wschodzie, przede wszystkim tych dot. szans na otwarcie cieśniny Ormuz.
- W minionym tygodniu sytuacja na krajowym rynku finansowym pozostała pod wpływem czynników zewnętrznych, z nieco silniejszym spadkiem WIG o 1,7%, silniejszym wzrostem rentowności SPW o ok. 15 pkt. baz. 2-latek i 10-latek, ale stabilnym kursem złotego (nieco poniżej 4,25 PLN/EUR). Stawki FRA wzrosły o 5-25 pkt. baz. w zależności od terminu, a stawki IRS o 10 – 15 pkt. baz.
- Dla rynku krajowego w bieżącym tygodniu istotne będzie zapewne posiedzenie RPP i konferencja prezesa Glapińskiego. Powszechnie oczekiwana jest decyzja utrzymania stóp bez zmian, w naszej ocenie także podczas konferencji prezes utrzyma relatywnie neutralny przekaz, pomimo odnotowanego [w kwietniu wzrostu inflacji CPI do 3,2% r/r](#), wg szacunku *flash*. Nawet przy bieżących wyższych cenach ropy naftowej, dopóki obowiązują regulacje obniżające podatki na paliwa, inflacja CPI nie powinna wzrosnąć w II kw. powyżej 3,5% r/r. Według naszych założeń, szacowany wzrost inflacji bazowej w kwietniu wynikał z kumulacji kilku czynników (m.in. podwyżki opłat za wywóz śmieci, podwyżki cenników w telekomunikacji, ceny w transporcie lotniczym) i nie jest jeszcze wynikiem powszechnego „rozlewania się” wyższych cen paliw na ceny towarów i usług.
- Z punktu widzenia polityki pieniężnej NBP niejednoznaczny obraz płynie z wyników najnowszego kwartalnego badania NBP Szybki Monitoring dot. koniunktury w przedsiębiorstwach. Z jednej strony wzrost kosztów zaopatrzenia (ceny surowców energetycznych) przekłada się na wyższe wskaźniki oczekiwań podwyżek cen własnych. Z drugiej strony, raport wskazuje na bardziej pesymistyczny obraz rynku pracy, z dalszym spadkiem popytu na pracę i prawdopodobnym dalszym obniżeniem dynamiki wynagrodzeń. Choć wciąż te dane nie wskazują na ryzyko gwałtownego pogorszenia koniunktury na rynku pracy, to dalsze spadki wskaźników zatrudnienia mogą zapowiadać lekki wzrost stopy bezrobocia z tytułu efektów cyklicznych, szczególnie przy narastających globalnych czynnikach niepewności. Na ewentualne umiarkowane pogorszenie kondycji rynku pracy wskazują generalnie stabilne i raczej optymistyczne nastroje firm dot. ich przyszłej sytuacji, w tym lekka poprawa prognoz popytu i eksportu.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (5-6 maja)**

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

Oczekujemy, że podczas czwartkowej konferencji prasowej po posiedzeniu Rady prezes NBP podtrzyma ocenę, że nie ma obecnie przestrzeni do kolejnych obniżek stóp wobec wyraźnego wzrostu bieżącej inflacji. Kwietniowy wzrost inflacji oraz zaostrzenie przekazu EBC niosą ryzyko zaostrzenia przekazu prezesa NBP. Jednocześnie fakt, że inflacja bieżąca pozostaje poniżej górnej granicy odchyłeń inflacji od celu NBP oraz poniżej bieżącej stopy NBP (utrzymuje się dodatnia realna stopa NBP) pozwala oczekiwać, że prezes NBP nie zaakcentuje dużo silniej prawdopodobieństwa podwyższenia stóp NBP. Sądzymy raczej, że utrzyma przekaz dot. ewentualnych podwyżek w trybie warunkowym – gdyby sytuacja surowcowa pogarszała się i ryzyko utrwalenia podwyższonej inflacji wzrosło.

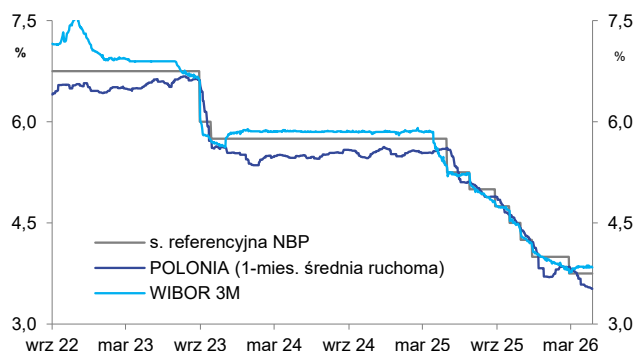
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| wtorek 5 maja | | | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
|----------------------|-----|--|-------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 16:00 | US | Indeks koniunktury ISM – usługi | kwi | 49,8 pkt. | 51,3 pkt. | - |
| 16:00 | US | Liczba wakatów wg JOLTS | mar | 6 882 tys. | 6 890 tys. | - |
| środa 6 maja | | | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 03:45 | CHN | Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi | kwi | 52,1 pkt. | 53,6 pkt. | - |
| - | PL | Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych | maj | 3,75% (ref) | 3,75% (ref) | 3,75% (ref) |
| 16:00 | PL | Komunikat po posiedzeniu RPP | maj | - | - | - |
| czwartek 7 maja | | | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 08:00 | DE | Zamówienia w przemyśle | mar | 0,9% m/m | 3,0% m/m | - |
| 11:00 | EMU | Sprzedaż detaliczna | mar | -0,2% m/m | -0,2% m/m | - |
| 14:30 | CZ | Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych | kwi | 3,50% | 3,50% | - |
| 15:00 | PL | Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP | maj | - | - | - |
| piątek 8 maja | | | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 08:00 | DE | Produkcja przemysłowa | mar | -0,3% m/m | 0,6% m/m | - |
| - | PL | Publikacja protokołu z kwietniowego posiedzenia RPP | kwi | - | - | - |
| 14:30 | US | Zmiana zatrudnienia | kwi | 178,0 tys. | 65,0 tys. | - |
| 14:30 | US | Stopa bezrobocia | kwi | 4,3% | 4,4% | - |
| 14:30 | US | Godzinowe wynagrodzenia | kwi | 3,5% r/r | 3,7% r/r | - |
| 16:00 | US | Indeks Uniwersytetu Michigan | maj | 49,8 pkt. | 47,6 pkt. | - |
| poniedziałek 11 maja | | | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 03:30 | CHN | Inflacja CPI | kwi | 1,0% r/r | 1,2% r/r | - |

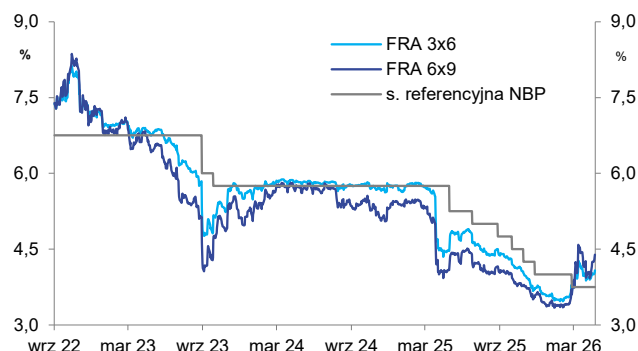
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

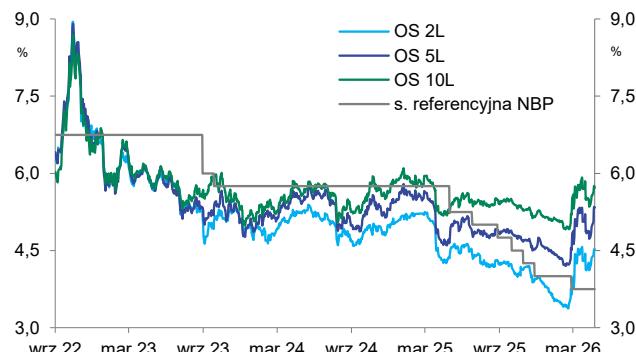
Krajowe stopy procentowe



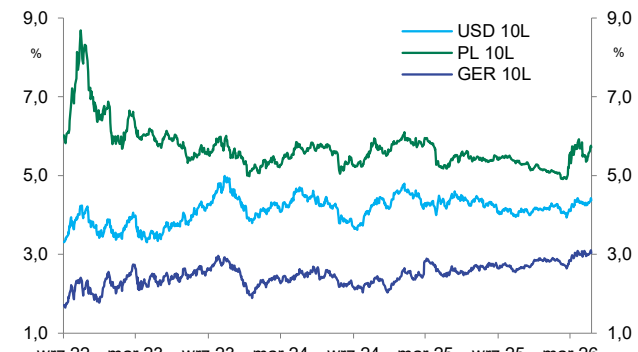
Uczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



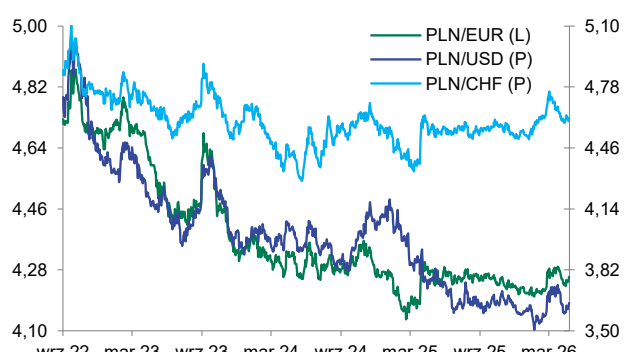
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



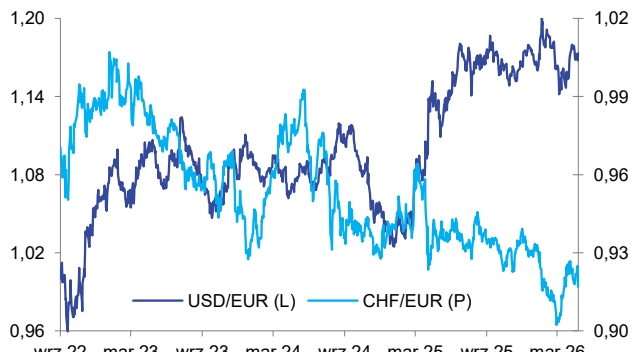
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



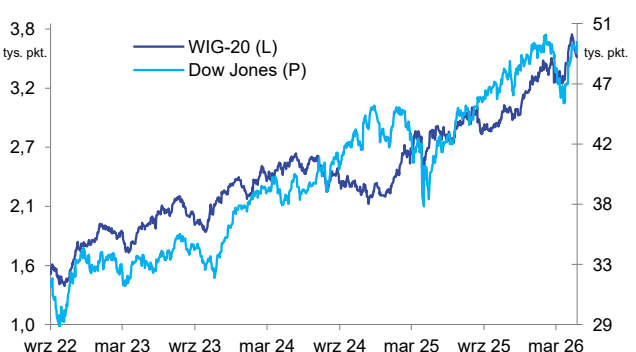
Notowania kursu złotego



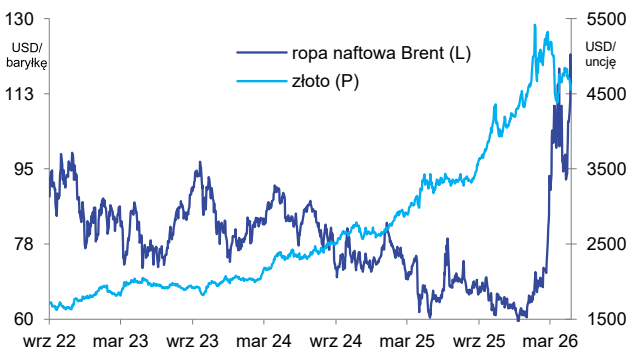
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

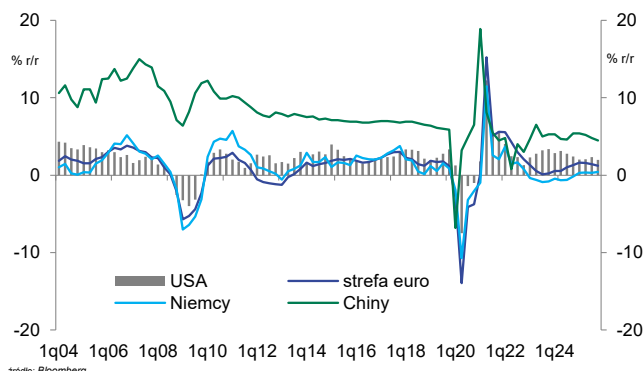


Ceny surowców

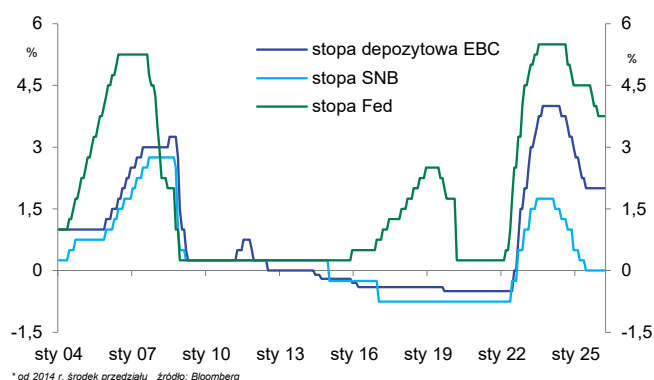


Sfera realna

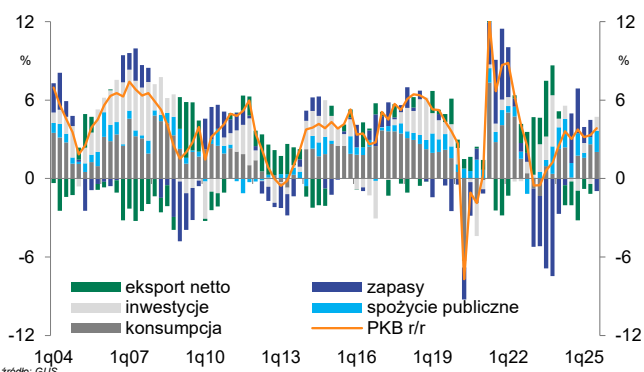
Wzrost PKB za granicą



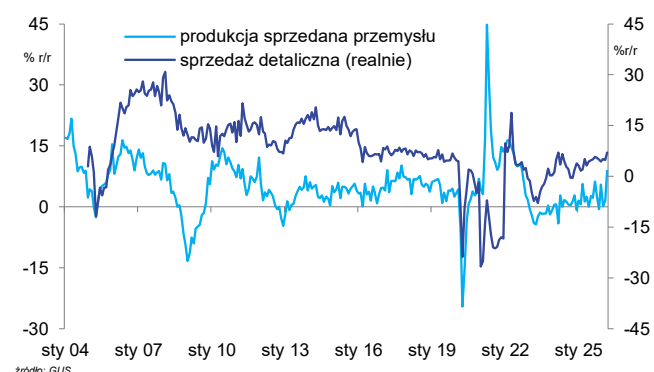
Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



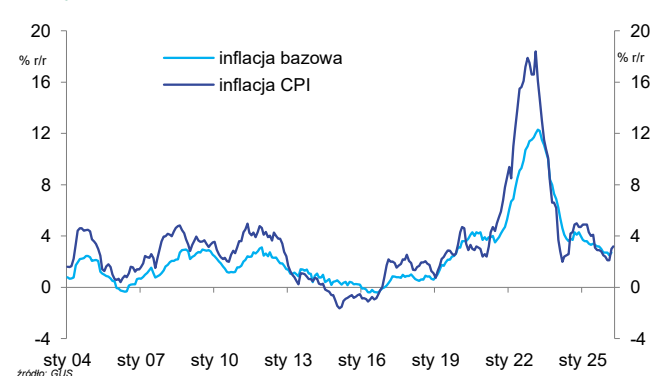
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



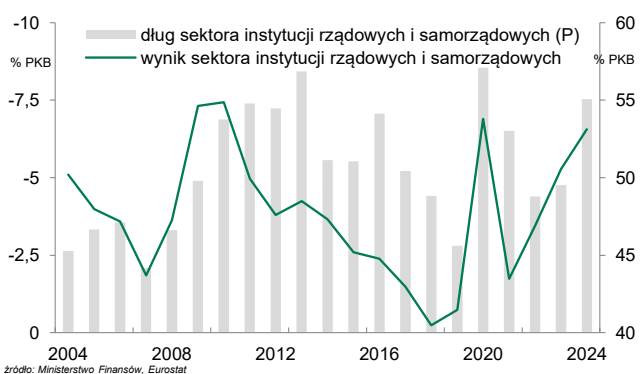
Rynek pracy



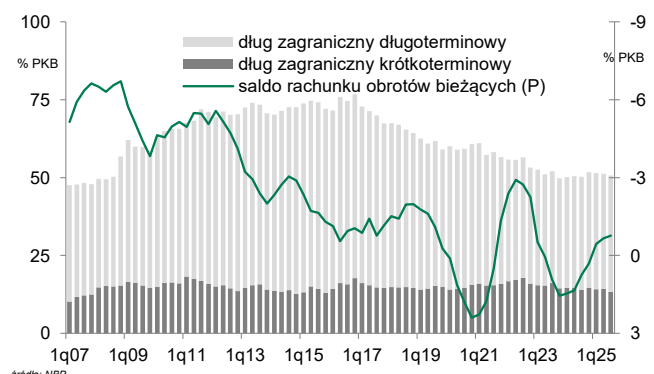
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik | | 30.04.2026 | 24.04.2026 | 01.05.2026 | 31.05.2026 | 30.06.2026 | 30.09.2026 |
|----------------------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Stopa lombardowa NBP | % | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 |
| Stopa referencyjna NBP | % | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,75 |
| Stopa depozytowa NBP | % | 3,25 | 3,25 | 3,25 | 3,25 | 3,25 | 3,25 |
| WIBOR 3M | % | 3,85 | 3,84 | 3,84 | 3,85 | 3,85 | 3,85 |
| FRA 3x6 | % | 4,08 | 4,02 | 4,08 | - | - | - |
| FRA 6x9 | % | 4,39 | 4,25 | 4,39 | - | - | - |
| FRA 9x12 | % | 4,60 | 4,37 | 4,60 | - | - | - |
| IRS 2L | % | 4,48 | 4,33 | 4,48 | - | - | - |
| IRS 5L | % | 4,59 | 4,45 | 4,59 | - | - | - |
| IRS 10L | % | 4,81 | 4,71 | 4,81 | - | - | - |
| Obligacje skarbowe 2L | % | 4,60 | 4,37 | 4,53 | 4,35 | 4,25 | 3,95 |
| Obligacje skarbowe 5L | % | 5,40 | 5,00 | 5,33 | 5,25 | 5,15 | 4,85 |
| Obligacje skarbowe 10L | % | 5,50 | 5,57 | 5,72 | 5,50 | 5,40 | 5,20 |
| PLN/EUR | PLN | 4,25 | 4,24 | 4,24 | 4,25 | 4,25 | 4,25 |
| PLN/USD | PLN | 3,60 | 3,63 | 3,63 | 3,63 | 3,65 | 3,70 |
| PLN/CHF | PLN | 4,64 | 4,62 | 4,62 | 4,64 | 4,64 | 4,63 |
| USD/EUR | USD | 1,18 | 1,17 | 1,17 | 1,17 | 1,17 | 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 | 2,25 | 2,25 |
| Stopa SNB | % | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Obligacje skarbowe USD 10L | % | 4,25 | 4,30 | 4,37 | 4,20 | 4,15 | 4,00 |
| Obligacje skarbowe GER 10L | % | 3,00 | 2,99 | 3,03 | 2,95 | 2,90 | 2,85 |

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 jakiegokolwiek 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.