

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

22 maja 2026 r.



Blokada cieśniny Ormuz kładzie się coraz większym cieniem na gospodarce

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



Synteza

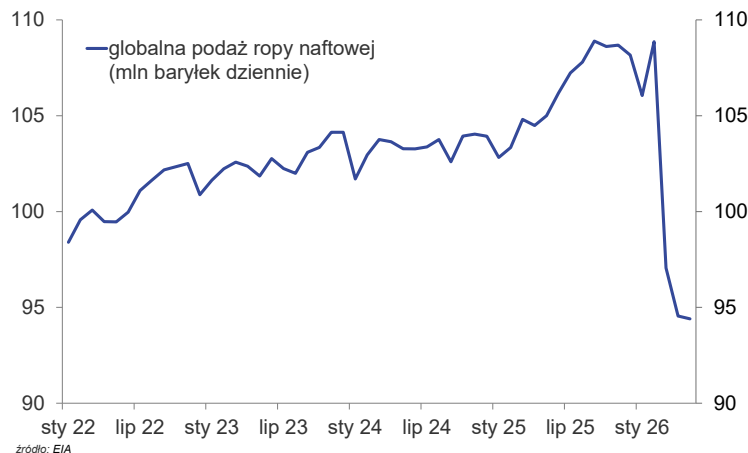
- Dane napływające na początku roku z gospodarki światowej potwierdzały scenariusz stabilizowania się aktywności w gospodarce globalnej oraz postępującego obniżenia inflacji. Jednak wybuch pod koniec lutego konfliktu między USA i Izraelem a Iranem, blokada cieśniny Ormuz oraz gwałtowny wzrost cen ropy naftowej całkowicie zmieniły ten obraz.
- W bazowym scenariuszu przyjmujemy techniczne założenie, zgodne z dominującymi oczekiwaniami ośrodków analitycznych, że w perspektywie połowy roku porozumienie między USA i Iranem zostanie zawarte i nastąpi odblokowanie cieśniny Ormuz, co pozwoli na stopniowe ograniczanie narosłego niedoboru podaży surowców i półproduktów wydobywanych lub produkowanych w krajach Zatoki Perskiej. Jednocześnie dotychczasowa skala zaburzeń produkcji i łańcuchów dostaw wskazuje, że proces normalizacji będzie powolny.
- Ten scenariusz implikuje wyższą inflację wobec dotychczasowych oczekiwań oraz lekkie obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego, przy szczególnie niekorzystnej sytuacji w Europie. Wzrost inflacji oznacza zacieśnienie (EBC) lub ograniczenie luzowania polityki pieniężnej (Fed, RPP), choć dotychczas dominujące wypowiedzi przedstawicieli FOMC, Rady Prezesów EBC czy RPP wskazują na ostrożność banków centralnych w reakcji na bieżącą sytuację.
- Oczekujemy, że PKB w Polsce wzrośnie w 2026 r. o 3,7% r/r. Pomimo niekorzystnego wpływu szoku surowcowego, mocny wzrost PKB powinien utrzymać się dzięki kumulacji w tym roku inwestycji finansowanych ze środków UE, które są mniej zależne od tendencji cyklicznych.
- Prognozujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI wyniesie w 2026 r. 3,2% r/r, przy silniejszym wzroście dynamiki cen paliw, żywności i w mniejszym stopniu – inflacji bazowej. Czynnikiem ograniczającym silniejszy wzrost inflacji będą: utrzymanie obniżonej dynamiki wynagrodzeń, stabilny kurs złotego, zakładane utrzymanie w najbliższych miesiącach obniżonych podatków na paliwa.
- Prognozujemy, że inflacja nie przekroczy trwale 3,5% r/r, a w trakcie 2027 r. spadnie poniżej 3,0% r/r. W tym scenariuszu oczekujemy utrzymania stabilnych stóp procentowych NBP w perspektywie najbliższych 12 miesięcy.
- Biorąc pod uwagę niestabilną sytuację geopolityczną jako wysokie oceniamy ryzyko realizacji scenariusza negatywnego, tj. wyższej ścieżki cen surowców, która silniej podwyższyłaby inflację, osłabiła złotego oraz obniżyła wzrost gospodarczy. W tym scenariuszu, w reakcji na podwyższoną bieżącą inflację, RPP zapewne zareagowałaby podniesieniem stóp procentowych NBP.



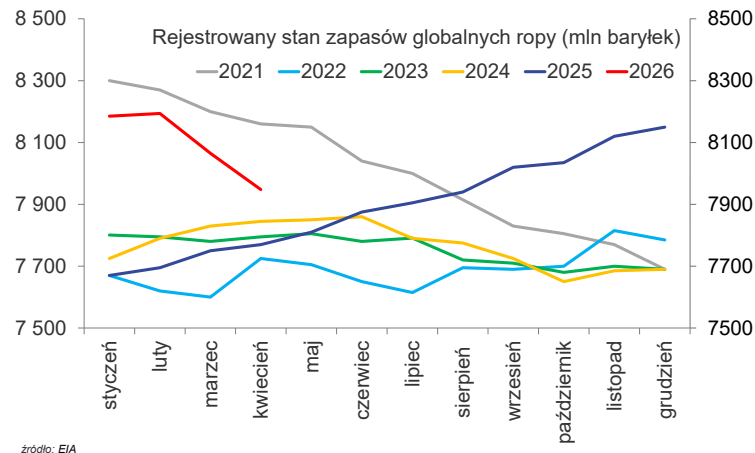
Wojna na Bliskim Wschodzie poskutkowała silnym wzrostem cen ropy naftowej...

- Blokada cieśniny Ormuz i ograniczenie zdolności produkcyjnych krajów Zatoki Perskiej (w wyniku konfliktu USA–Iran) od marca znacząco ograniczyły światową podaż ropy i produktów ropopochodnych. W konsekwencji spadły globalne zapasy surowca (choć z relatywnie wysokich poziomów).
- W efekcie ceny ropy gwałtownie wzrosły, okresowo przekraczając 115 USD za baryłkę w kontraktach 1-miesięcznych.
- Większość ośrodków analitycznych przyjmuje założenie, że otwarcie cieśniny Ormuz nastąpi do połowy tego roku. Według szacunków EIA w takim scenariuszu opóźnienia w przywracaniu produkcji i odblokowaniu handlu będą utrzymywać niedobór surowca jeszcze w III kw., a następnie powinien on stopniowo maleć pod koniec roku. Przy tych założeniach można oczekiwać spadku cen ropy poniżej 100 USD/baryłkę w II poł. roku oraz w kierunku 75 USD/baryłkę w trakcie 2027 r.
- Ryzyko utrzymania wysokich cen ropy jest wysokie ze względu na ryzyko przedłużenia blokady cieśniny Ormuz, jeżeli nie uda się osiągnąć porozumienia między USA i Iranem.

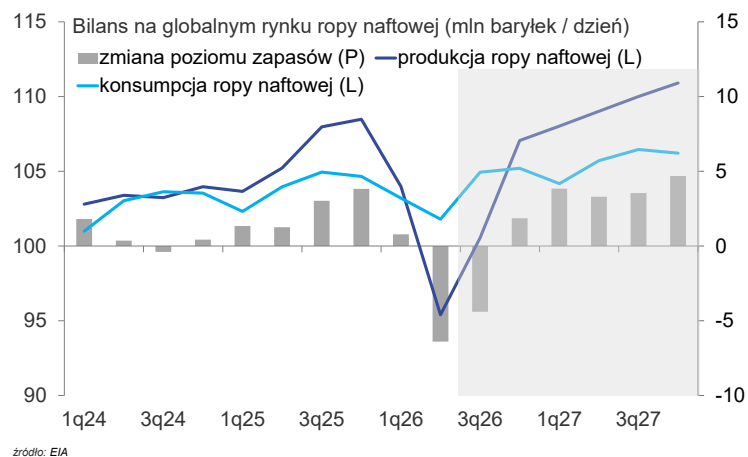
Konflikt na Bliskim Wschodzie i blokada cieśniny Ormuz gwałtownie obniżyło globalną podaż ropy naftowej...



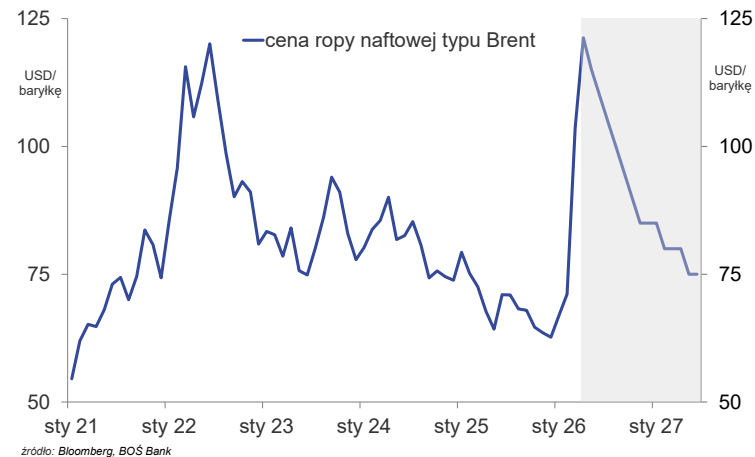
...skutkując spadkiem zapasów



Przy założeniu odblokowania cieśniny w połowie roku...



...szanse na spadek cen surowca od II poł. roku

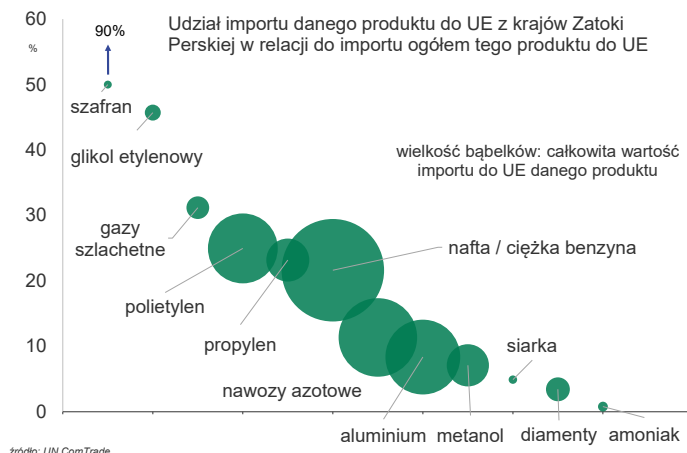




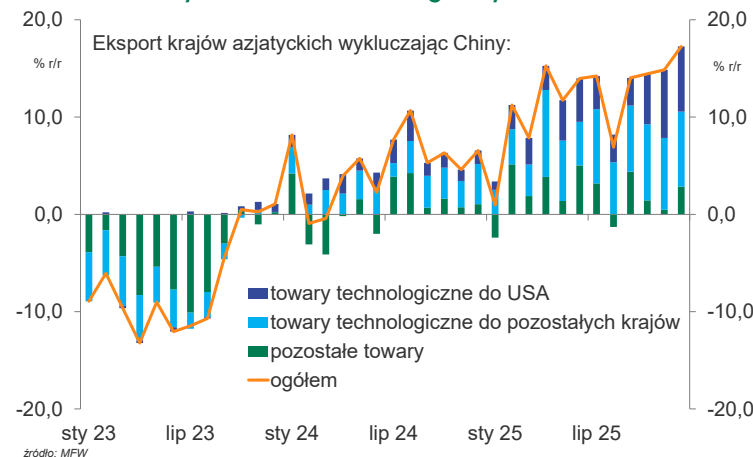
...i kolejnymi perturbacjami w globalnym handlu

- Blokada cieśniny Ormuz nasila perturbacje w globalnym handlu w związku z tym, że w krajach Zatoki Perskiej wydobywane / produkowane są istotne surowce i półprodukty. Poza ropę naftową najistotniejsze konsekwencje dotyczą gazu ziemnego, nawozów oraz produktów rafinacji ropy). W efekcie, blokada cieśniny jest kolejnym od pandemii szokiem w globalnym handlu.
- W ostatnich miesiącach mniejszy wpływ na sytuację w globalnym handlu miały decyzje Sądu Najwyższego i administracji USA dot. ceł importowych (zanegowanie przez sąd decyzji administracji po czym wprowadzanie kolejnych ceł przez rząd USA). Choć nie poskutkowało to wzrostem niepewności, to opóźniło wdrożenie ostatecznych umów handlowych (m.in. z UE).
- Bez przetomu zakończyło się majowe spotkanie przywódców USA i Chin. Ustalenia dot. handlu były punktowe (zwiększenie importu Chin z USA wołowiny, soi, ropy, gazu oraz samolotów). Wzajemne stosunki określono jako „konstruktywne relacje mające na celu strategiczną stabilność”.
- Boom technologiczny nadal wspierał azjatycki eksport i inwestycje w USA w I kw.

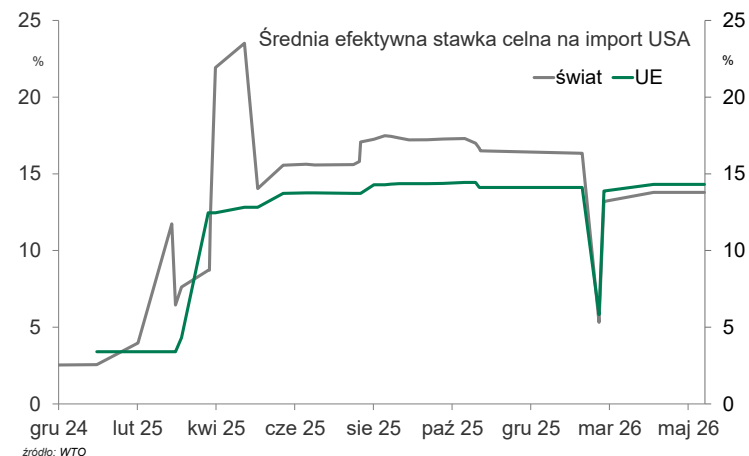
Blokada cieśniny Ormuz wyzwaniem nie tylko w przypadku ropy naftowej



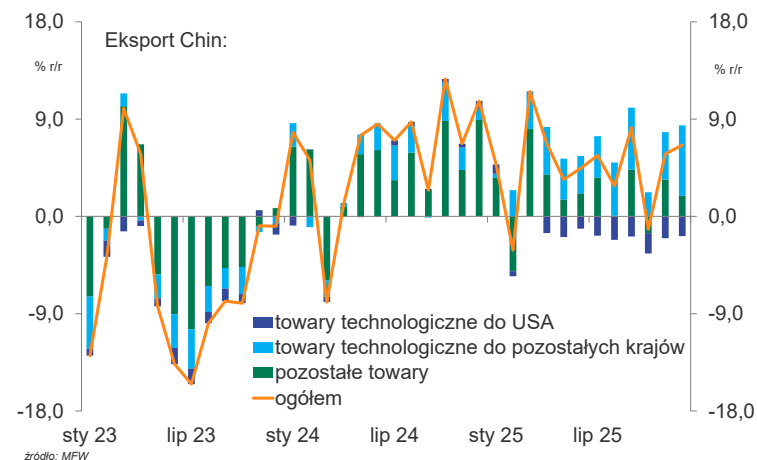
Globalny handel, szczególnie eksport azjatycki stabilizowany boomem technologicznym...



Jak na razie niższe ryzyko dalszej eskalacji protekcjonizmu USA



...istotnie wspierającym aktywność chińskiej gospodarki





Zahamowanie notowanej na początku roku poprawy aktywności gospodarki globalnej...

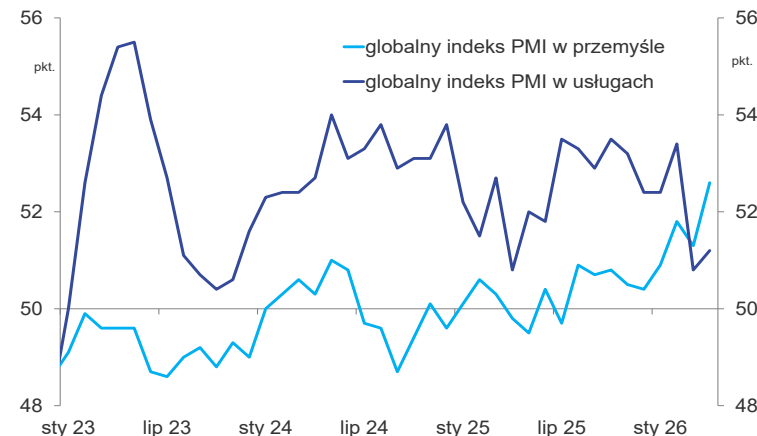
- Początek roku przyniósł solidne wyniki w globalnej produkcji i globalnym handlu. Wybuch wojny w Zatoce i wzrost cen surowców wpłynęły natomiast na wyraźne pogorszenie nastrojów globalnych w marcu i kwietniu.
- W pierwszym okresie silniej pogorszyła się koniunktura w sektorze usług, niemniej nie można wykluczyć, że mocniejsze indeksy w przemyśle wspierał okresowy wzrost popytu w celu budowania zapasów w obawie przed dłuższym i głębszym kryzysem.
- Równocześnie bardzo silnie wzrosły subindeksy cen produkcji, co zapowiada wyższą ścieżkę globalnej inflacji w 2026 r.
- Wskaźniki koniunktury gospodarczej dla poszczególnych regionów potwierdzają relatywnie mocniejsze osłabienie aktywności w Europie, szczególnie przy słabszym (wobec wcześniejszych prognoz) impulsie polityki fiskalnej, głównie w Niemczech.
- Zależność surowcowa UE, problem wysokich kosztów energii, jednocześnie ograniczony pozytywny wpływ boomu technologicznego, powodują relatywnie silniejszy negatywny wpływ wojny na Bliskim Wschodzie na prognozy gospodarcze dla Europy.

Z początkiem roku pozytywne sygnały dot. globalnej produkcji przemysłowej i aktywności handlowej...



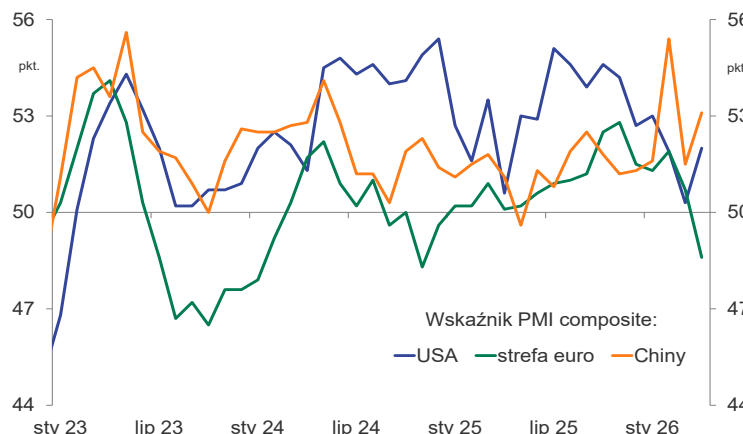
źródło: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

...ale wybuch wojny w Zatoce wyraźnie osłabił nastroje...



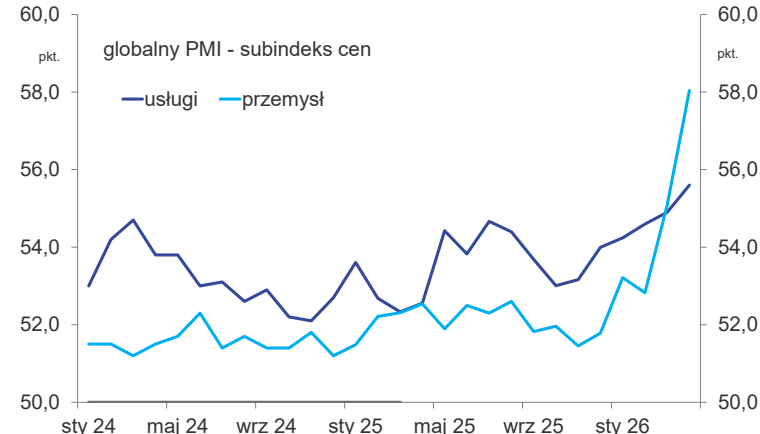
źródło: Bloomberg

...w szczególności w Europie



źródło: Bloomberg

Silny wzrost indeksów kosztów produkcji w rezultacie wzrostu cen surowców



źródło: oprac. na podstawie JPMorgan



...oraz obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego i podwyższenie prognoz inflacji

- Zgodnie z powszechnymi prognozami konflikt na Bliskim Wschodzie osłabi wzrost gospodarczy (szczególnie w krajach regionu i importerów ropy naftowej) oraz podwyższy inflację. Sytuacja jest natomiast mniej niebezpieczna niż w 2022 r. dzięki słabszym wzrostom cen żywności, węgla i gazu w Europie.

- Dla rozwoju sytuacji kluczowa będzie długość blokady cieśniny Ormuz. Sytuacja rynkowa w dalszym ciągu pozostaje spójna z założeniami jej odblokowania w połowie roku. Gdyby ten termin oddalał się, będzie to przekładać się na materializację scenariuszy stagflacyjnych, co pozostaje istotnym ryzykiem dla formułowanych prognoz.

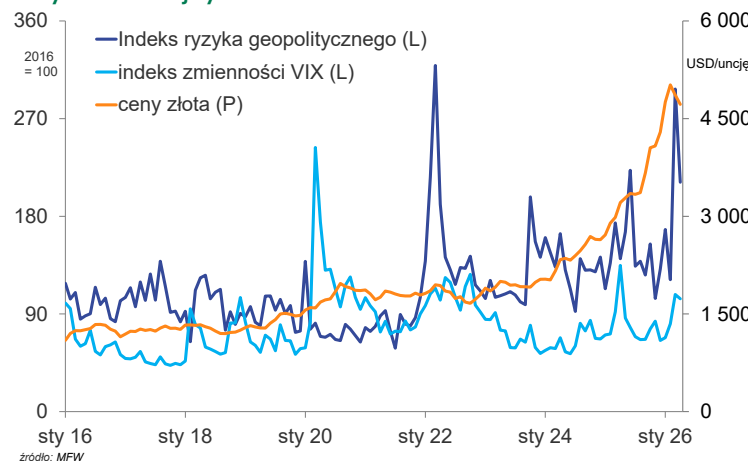
- Wyższe prognozy inflacji przekładają się na prognozę wyższych stóp procentowych, w tym głównych banków centralnych. Jak na razie ten przekaz pozostaje bardzo ostrożny, przy trudnej dla polityki monetarnej sytuacji słabszego wzrostu gospodarczego i wyższej inflacji.

- Zakładamy, że taka sytuacja utrzyma się w kolejnych tygodniach, co przy scenariuszu bazowym dot. cen surowców przekłada się na naszą prognozę tylko lekkiego zacieśnienia polityki monetarnej EBC i stabilizacji stóp Fed i NBP.

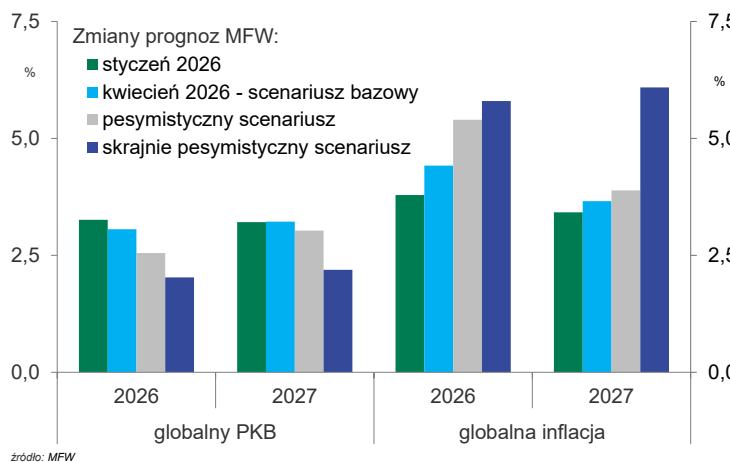
2026-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

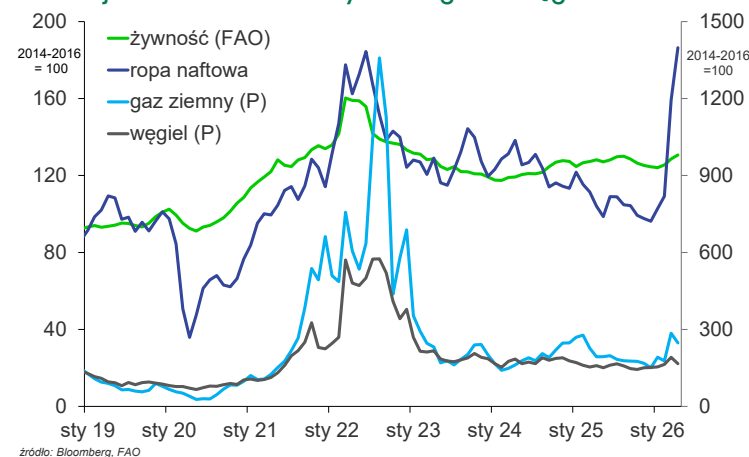
Znaczący wzrost niepewności sytuacji geopolitycznej po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie



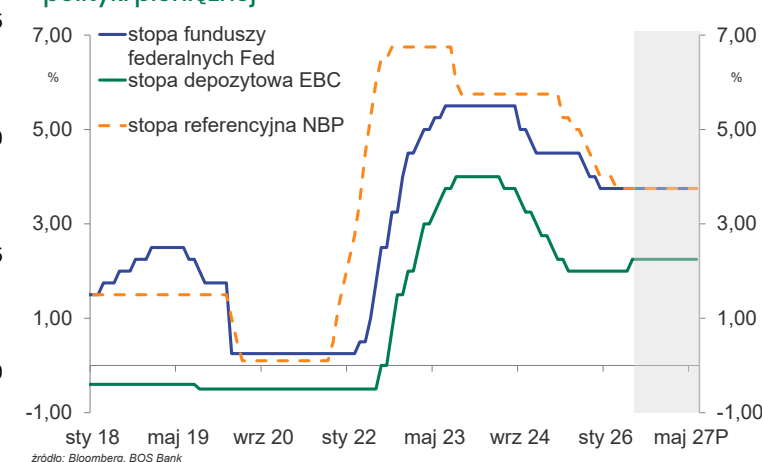
Wysokie ryzyko bardziej negatywnych scenariuszy



Skokowy wzrost cen ropy naftowej, zdecydowanie mniejsza skala szoku na rynkach gazu i węgla niż w 2022 r.



W scenariuszu bazowym umiarkowane zaostrezenie polityki pieniężnej

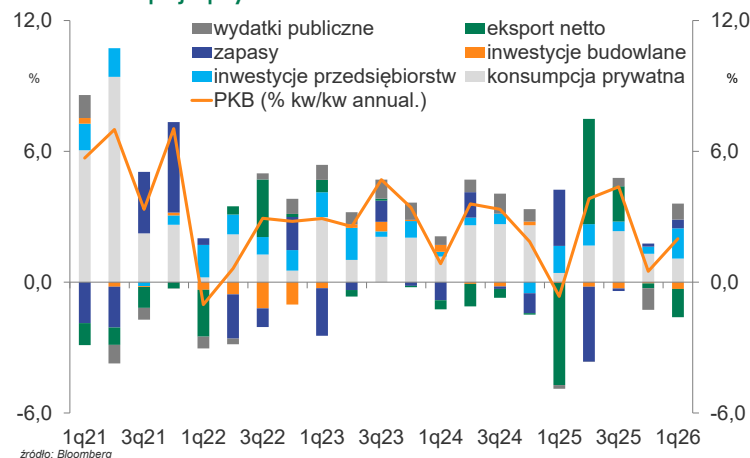




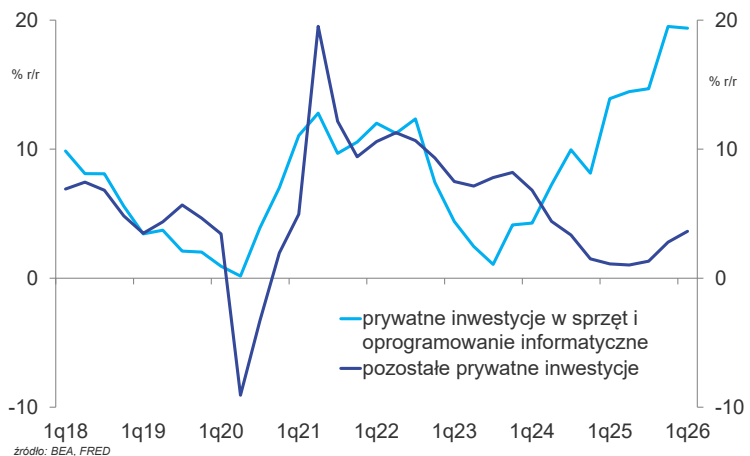
Ożywienie inwestycji w USA ograniczy negatywny wpływ szoku surowcowego...

- W ostatnich kwartałach utrzymywała się wysoka zmienność wyników PKB, głównie w handlu zagranicznym (efekt zmiennej polityki celnej USA) i wydatkach publicznych (shutdown w IV kw. ub.r.). Dane wskazują na lekko słabszą konsumpcję prywatną, ale kontynuację umocnienia inwestycji prywatnych.
- Wzrost cen paliw osłabił siłę nabywczą dochodów konsumentów. Dochody nominalne rosną w umiarkowanym tempie, obniża się stopa oszczędności. Stąd koniunktura na rynku pracy jest kluczowa dla scenariusza ograniczonego spowolnienia konsumpcji.
- W scenariuszu bazowym mocniejsze inwestycje powinny stabilizować gospodarkę i rynek pracy w USA. Dotychczas koncentrowały się one w obszarze zaawansowanych technologii, ale ostatnie dane dot. inwestycji, produkcji i zamówień w przemyśle mogą zapowiadać szerszy impuls inwestycyjny. Aktywność mogą wspierać także inwestycje mieszkaniowe i wydatki publiczne.
- Wciąż niepewnością obarczone są prognozy handlu zagranicznego przy braku trwałych i stabilnych umów handlowych USA (sprzeczne decyzje Sądu Najwyższego i administracji).

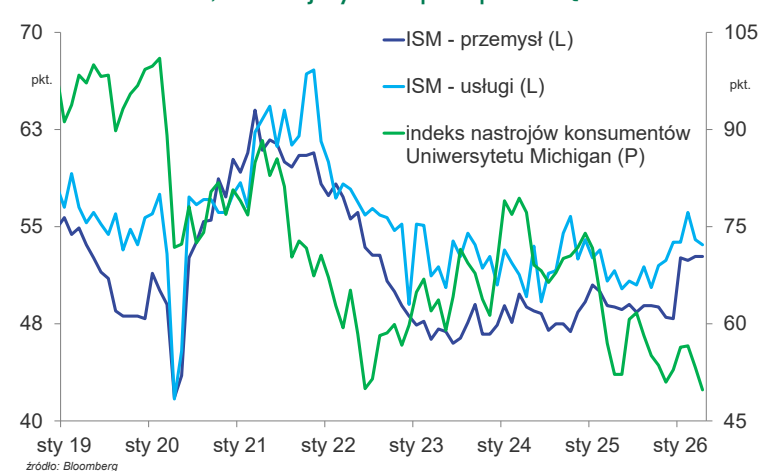
Na przełomie roku mocne inwestycje i nieco słabsza konsumpcja prywatna...



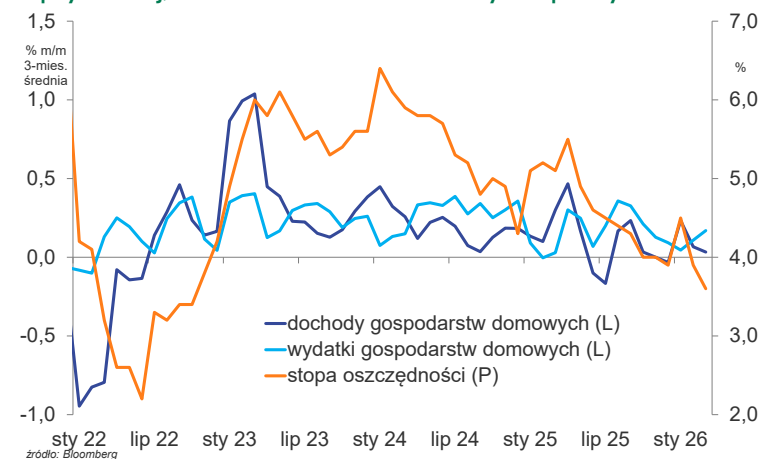
Boom technologiczny silnym wsparciem dla inwestycji



...wojna na Bliskim Wschodzie dodatkowo ciąży nastrojom konsumentów, w mniejszym stopniu przedsiębiorców...



Brak buforu oszczędności w przypadku konsumpcji prywatnej, kluczowa koniunktura na rynku pracy

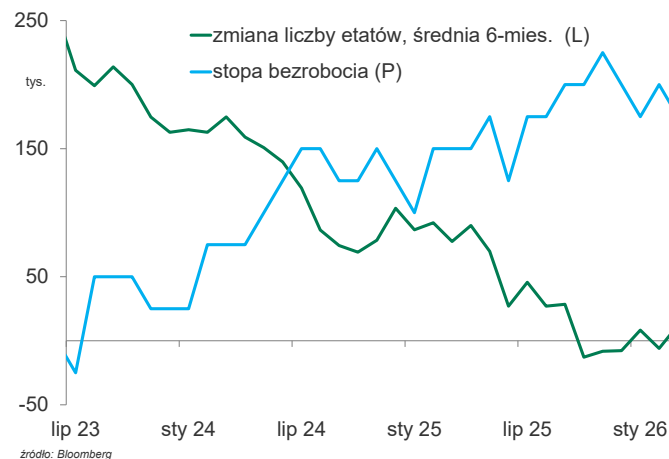




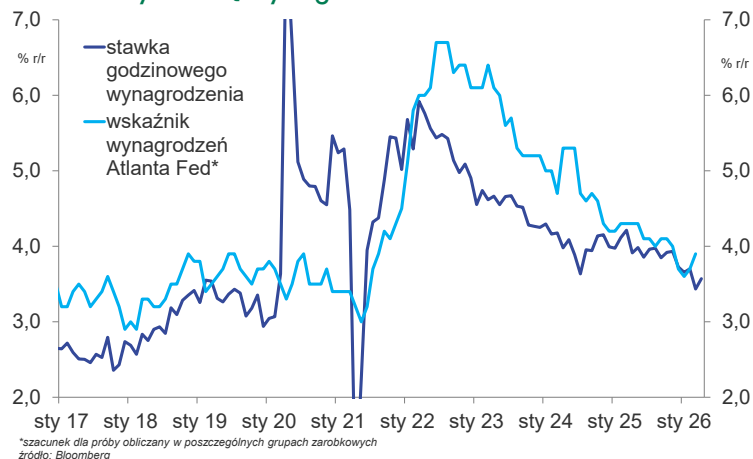
...jeżeli sytuacja na rynku pracy pozostanie stabilna. Wyższa inflacja ogranicza przestrzeń dla obniżek stóp Fed w 2026 r.

- Po wyraźnym osłabieniu zatrudnienia w II poł. 2025 r. i na początku br., dane za marzec i kwiecień poprawiły się. Szerszy obraz rynku pracy – wciąż słaby wzrost zatrudnienia, niskie wskaźniki nowych miejsc pracy i wakatów – podtrzymują niepewność dot. koniunktury, niemniej jednak ryzyko rynku pracy obniżyło się.
- Słabszy popyt na pracę wsparł obniżenie dynamiki płac bliżej długookresowych wyników.
- Silny wzrost cen ropy naftowej ograniczy spadek cen towarów (przy ustępujących efektach wzrostu ceł). Inflacja cen usług powinna obniżać się, jednak tempo tego spadku pozostaje wolne. Choć długookresowe oczekiwania inflacyjne dotychczas wzrosły nieznacznie, to pozostają podwyższone w porównaniu do sytuacji sprzed pandemii.
- Przy niższym ryzyku dla rynku pracy i wyższych prognozach inflacji szanse na obniżki stóp procentowych Fed zmalały. Oczekujemy stabilizacji stóp w 2026 r. i na początku 2027 r. Jeżeli sytuacja na rynku pracy pozostanie stabilna. Jeżeli nie nastąpi dalszy gwałtowny wzrost cen ropy naftowej jako niskie oceniamy z kolei ryzyko zacieśnienia polityki pieniężnej Fed (scenariusz alternatywny).

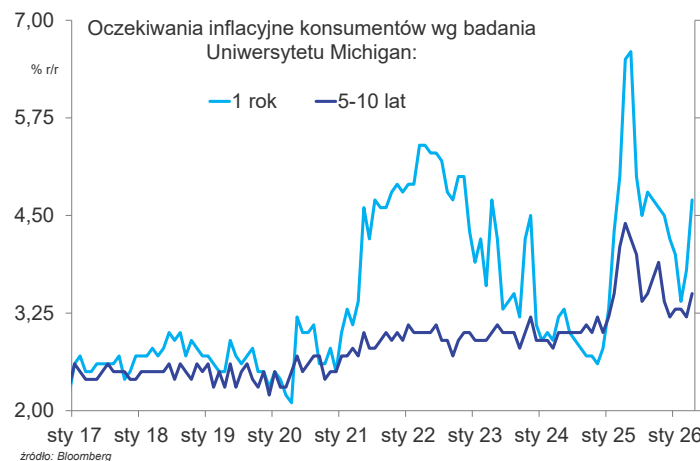
Na przełomie I i II kw. lekka poprawa na rynku pracy...



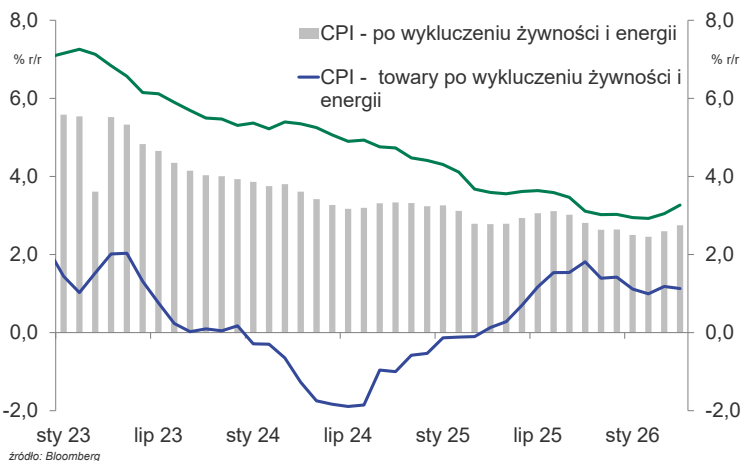
...natomiast dotychczasowe schłodzenie koniunktury osłabiło dynamikę wynagrodzeń



Wyższe ceny paliw zahamowały proces stabilizowania się oczekiwań inflacyjnych konsumentów...



...i odwrócił trend spadkowy inflacji ograniczając przestrzeń do obniżek stóp przez Fed

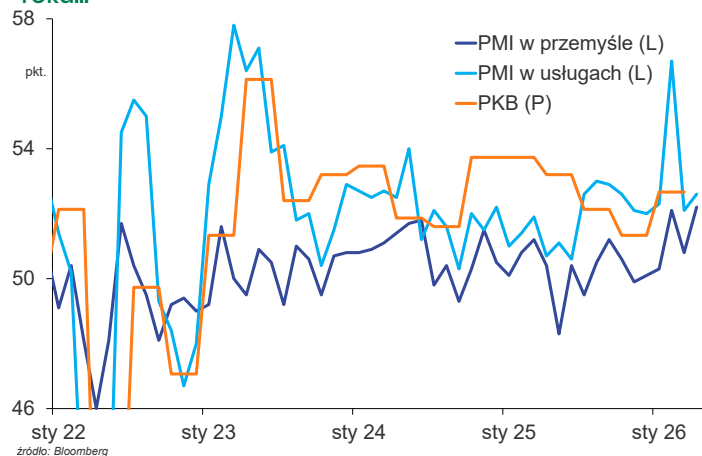




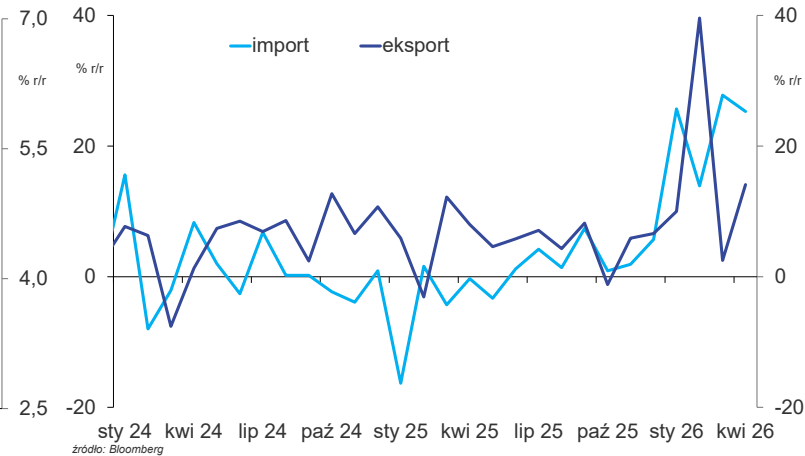
Chińska gospodarka wciąż na silniku eksportowym...

- Po tym jak w trakcie 2025 r. miało miejsce systematycznym obniżenie dynamiki PKB, w I kw. tempo wzrostu wyraźnie przyspieszyło (do 5% r/r). Wzrost PKB wynikał z ożywienia eksportu oraz lekkiej poprawy inwestycji. Z kolei dane kwietniowe wskazały już na osłabienie aktywności gospodarki chińskiej.
- Wyniki eksportu ogółem pozostały stabilne w pierwszych miesiącach br., z jednej strony dzięki ograniczeniu wcześniejszego gwałtownego spadku eksportu do USA na skutek wyższych ceł w USA, a z drugiej – dzięki skokowego wzrostowi do innych regionów świata.
- Pozwoliło to utrzymać stabilną aktywność w chińskim przemyśle. Jednym z czynników stymulujących ten wzrost jest boom w sektorze technologicznym.
- Wysoka nadpodaż w chińskiej gospodarce i spadek eksportu do USA poskutkowały silną presją na ograniczenie kosztów i obniżenie cen sprzedaży eksportowej.

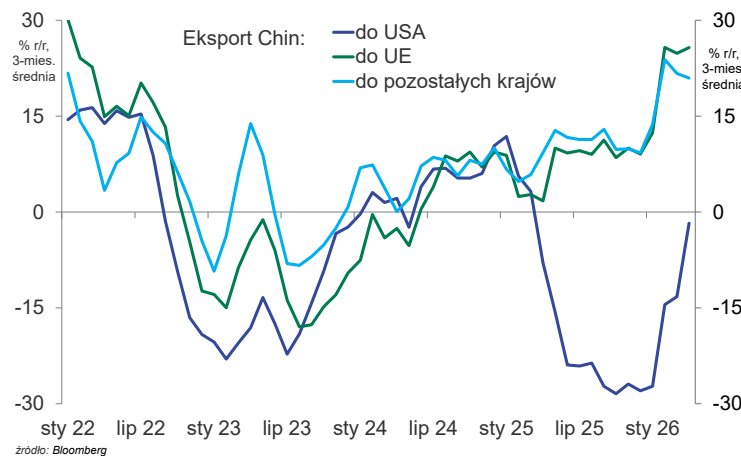
Solidna aktywność chińskiej gospodarki z początkiem roku...



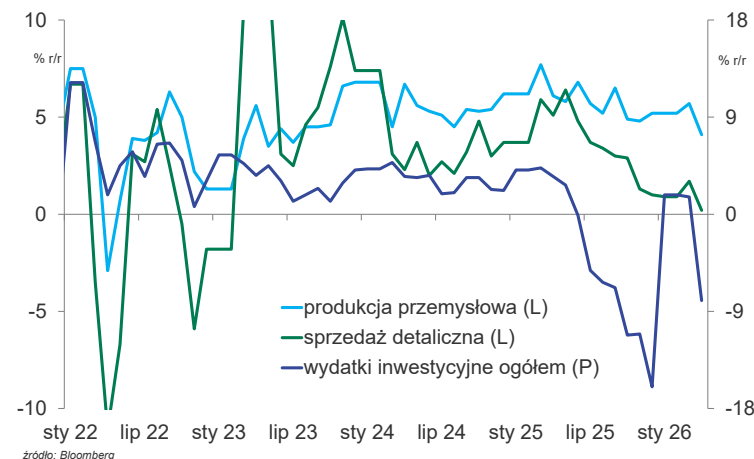
...dzięki wzmocnieniu eksportu...



...w efekcie skokowego wzrostu eksportu do UE i Azji oraz ograniczeniu spadku eksportu do USA



Utrzymuje się słaby popyt konsumpcyjny, wyhamowanie inwestycji jedynie okresowe

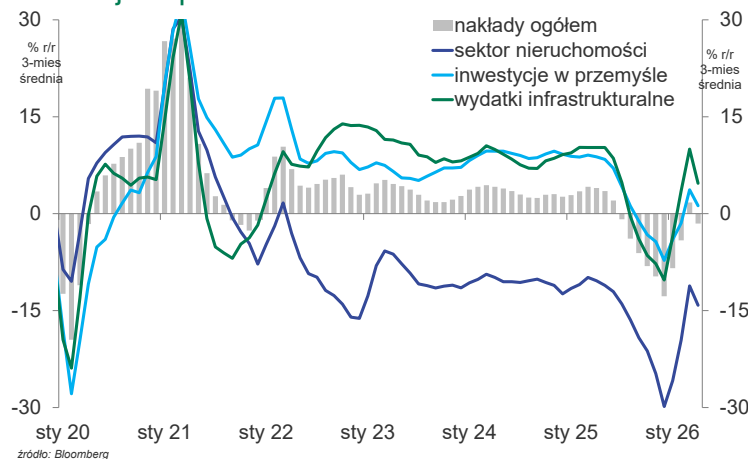




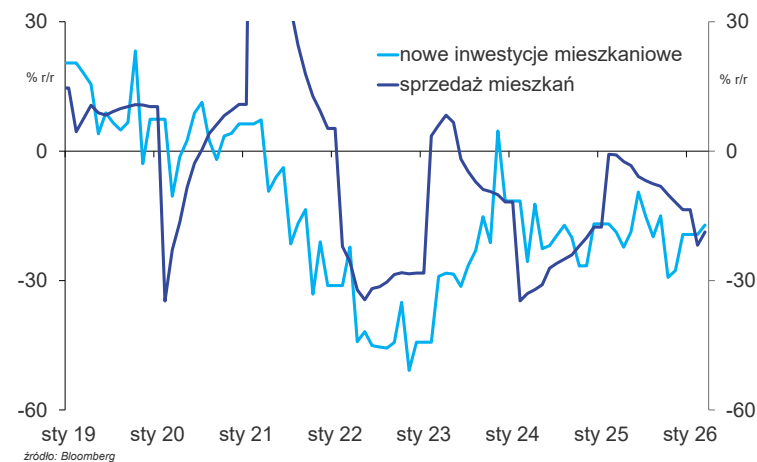
...przy utrzymujących się wyzwaniach cyklicznych i strukturalnych dla popytu krajowego

- Słabe wyniki sprzedaży detalicznej oraz nastrojów konsumentów, jak również utrzymujący się spadek aktywności na rynku nieruchomości to nadal istotne wyzwania dla chińskiej gospodarki.
- Zakładamy, że dzięki utrzymaniu solidnych wydatków na infrastrukturę oraz mocnej pozycji eksportowej Chin (korzystających na boomie technologicznym), skutki wzrostu cen paliw w efekcie blokady cieśniny Ormuz będą koniunktury gospodarczej w Chinach będą ograniczone. Natomiast kluczowe pozostaje założenie, że nie dojdzie do realizacji scenariusza negatywnego z silniejszym wzrostem cen energii.
- Zakładamy, że w 2026 r. wzrost PKB w Chinach obniży do ok 4,6% r/r wobec 5,0% w 2025 r.
- Z drugiej strony wyższe koszty produkcji nasilą problem nadpodaży w chińskiej gospodarce (wzrost presji na wyniki firm) i wyzwania związanych ze wsparciem ze strony polityki gospodarczej. Mogą m.in. dodatkowo utrudniać prowadzenie polityki monetarnej przy prawdopodobnym dalszym wzroście inflacji.

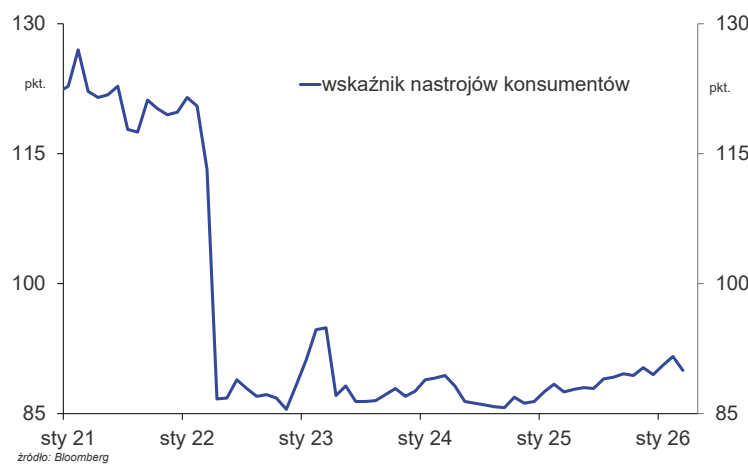
Wyraźny wzrost nakładów publicznych na infrastrukturę, mniejsze spadki w sektorze nieruchomości...



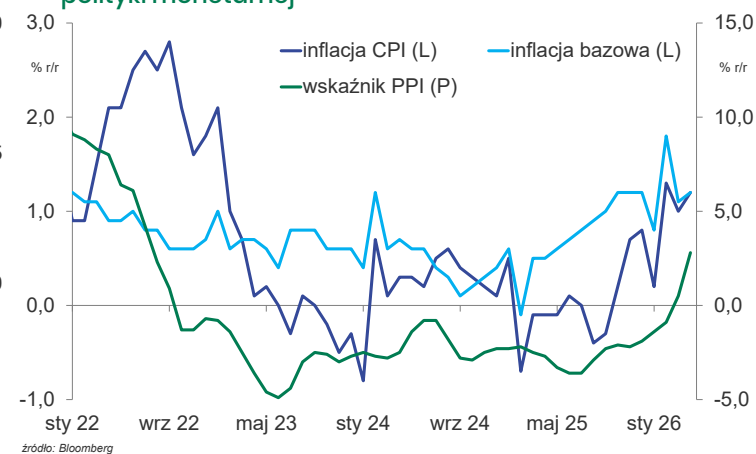
...choć dane z rynku nie zapowiadają trwałej poprawy



Słabe perspektywy dla silniejszego ożywienia konsumpcji



Inflacja podażowa dodatkowo skomplikuje prowadzenie polityki monetarnej

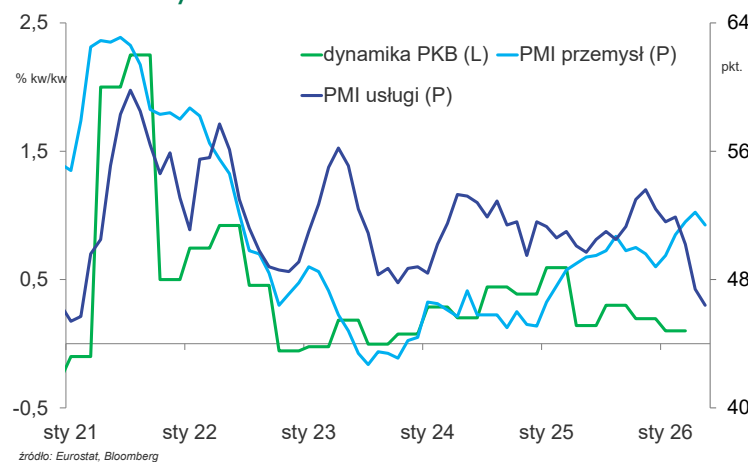




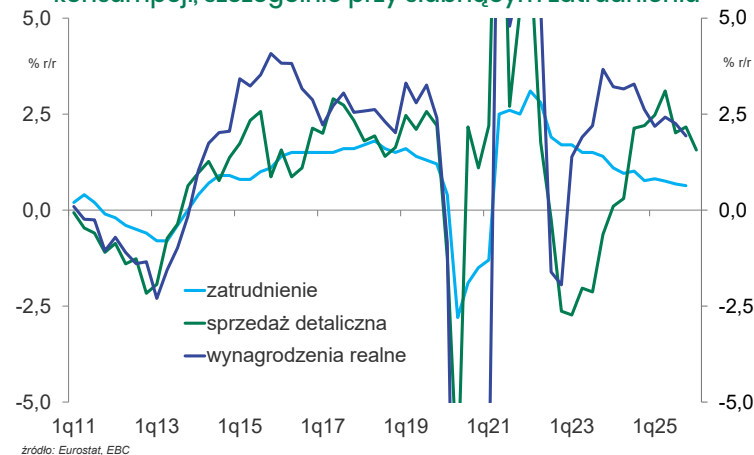
Skutki blokady cieśniny Ormuz wysoce negatywne dla gospodarki strefy euro...

- Po sygnałach poprawy koniunktury na przełomie 2025 i 2026 roku, wojna na Bliskim Wschodzie i niekorzystne warunki atmosferyczne w I kw. ciążyły aktywności, szczególnie nastrojom przedsiębiorstw.
- Choć wskaźnik koniunktury w przemyśle wzrósł, mogło to wynikać ze wzrostu popytu w handlu zagranicznym w obawie przed antycypowanymi w przyszłości problemami związanymi z blokadą Cieśniny Ormuz.
- Przy braku silnego efektu inwestycyjnego w sektorze technologicznym, ryzyku zacieśnienia polityki monetarnej, wciąż słabym zatrudnieniu i obniżającej się dynamice realnych płac, obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB strefy euro w 2026 r. do 0,7% z 1,0%.
- Odsunięcie w czasie trwałego spadku inflacji do celu EBC oraz wzrost oczekiwań inflacyjnych będą argumentem za podwyżką stóp EBC w 2026 r. o 25 pkt. baz. W scenariuszu bazowym (brak dalszego wzrostu cen ropy) oczekujemy ograniczonej skali podwyżek przy niższej dynamice wynagrodzeń i stabilnych długookresowych oczekiwaniach inflacyjnych i jednocześnie osłabieniu aktywności gospodarczej.

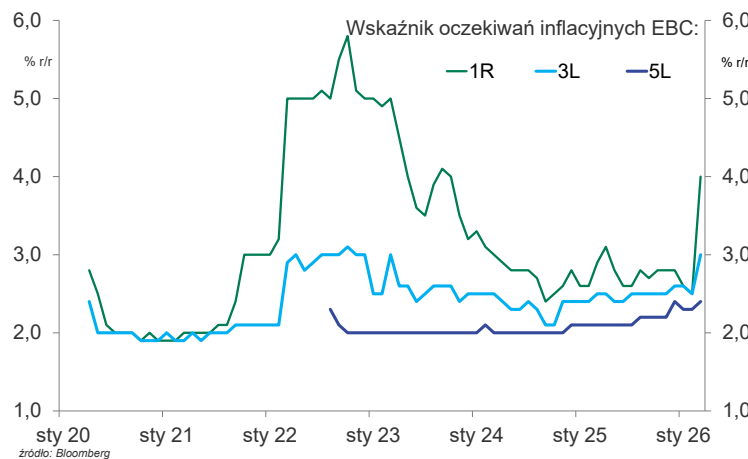
Wojna na Bliskim Wschodzie zatrzymała poprawę koniunktury w strefie euro...



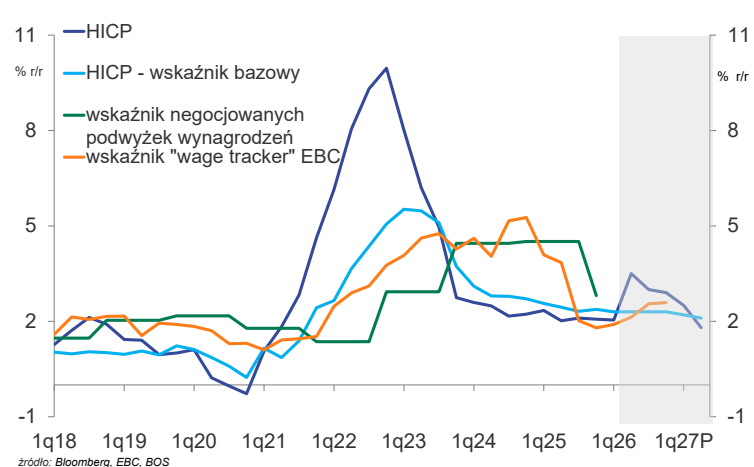
...słabsza siła nabywcza dochodów negatywnie dla konsumpcji, szczególnie przy słabnącym zatrudnieniu



Ryzyko utrwalenia oczekiwań inflacyjnych argumentem za podwyżką stóp EBC...



...przy inflacji powyżej celu EBC, pomimo utrwalającej się niższej dynamiki wynagrodzeń





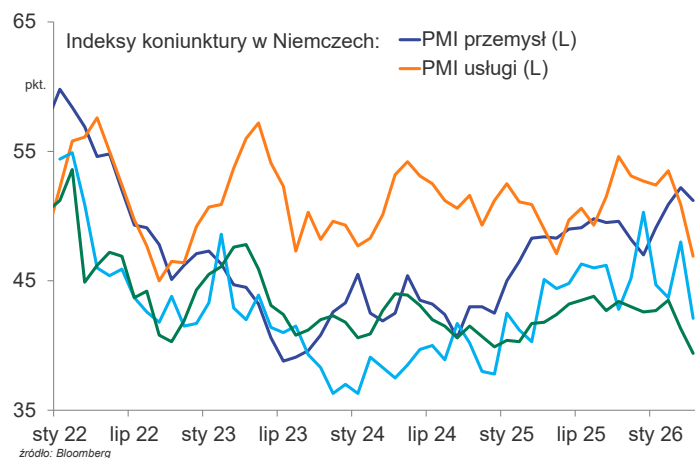
...słabsze tempo ożywienia aktywności w Niemczech

- Nadal oczekujemy, że w 2026 r. wzrost PKB w Niemczech będzie wyższy niż w 2025 r. (0,6% wobec 0,3%). Niemniej negatywne konsekwencje blokady cieśniny Ormuz osłabią skalę tego ożywienia.
- Wskazuje na to wyraźny spadek wskaźników koniunktury dla niemieckiej gospodarki.
- Wzrost kosztów produkcji, wyższa niepewność, wyższe koszty finansowania będą obok już widocznych strukturalnych problemów niemieckiego przemysłu (m.in. rosnąca konkurencja z Chin) – czynnikami hamującymi przyspieszenie aktywności.
- Jednocześnie dane nt. zamówień w przemyśle oraz budownictwie z przełomu roku wskazują, że luźniejsza polityka fiskalna póki co w ograniczonym stopniu pozytywnie wpłynęła na gospodarkę.
- Nie można jednak wykluczyć, że w części na te słabsze wyniki wpłynęły niesprzyjające warunki atmosferyczne.

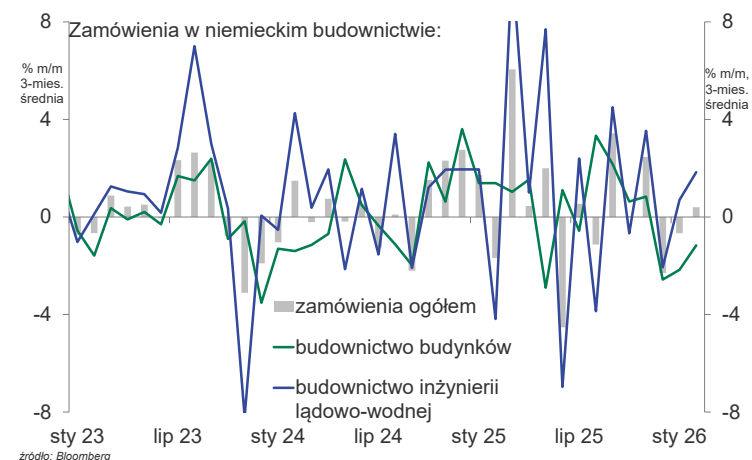
Na przełomie roku większa zmienność danych dot. zamówień w przemyśle...



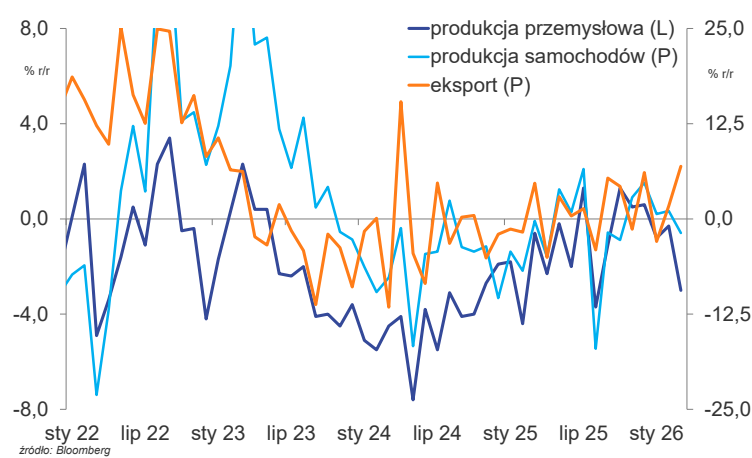
Indeksy koniunktury PMI wskazują na słabnący potencjał dla ożywienia aktywności w Niemczech...



...przy bardzo stopniowym wzroście zamówień w budownictwie, w tym w infrastrukturze



...przy utrzymujących się strukturalnych wyzwaniach dla przemysłu i eksportu

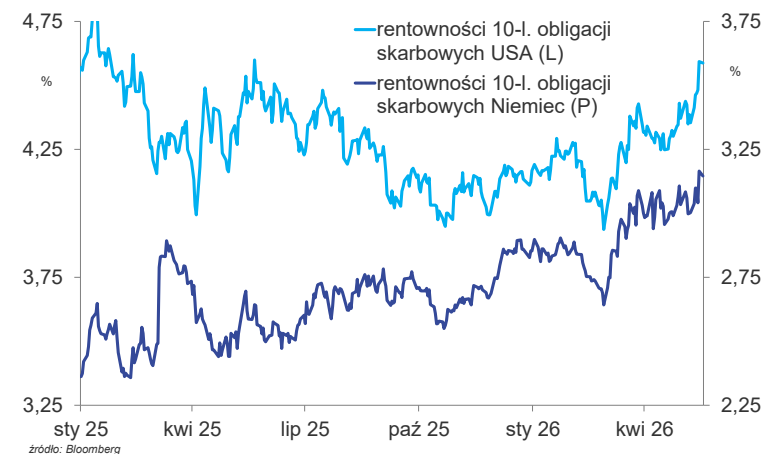




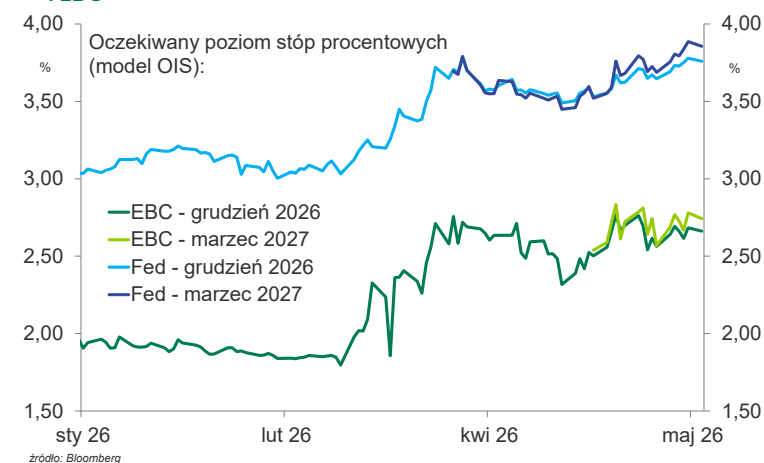
W scenariuszu bazowym jest przestrzeń dla niższych rentowności obligacji skarbowych...

- Wzrost cen ropy naftowej i korekty w górę prognoz inflacji poskutkowały korektą oczekiwań dot. ścieżki stóp procentowych Fed i EBC w efekcie silnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- Biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy – stopniowego spadku cen surowców w II poł. roku oraz zakładane osłabienie koniunktury gospodarczej oczekujemy mniejszej skali zacieśnienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych wobec bieżących oczekiwań rynkowych. W efekcie oczekujemy wyraźnej korekty spadkowej rentowności obligacji w II połowie roku.
- W krótkim okresie, tj. do czasu udrożnienia cieśniny Ormuz sytuacja rynkowa pozostanie bardzo zmienna, zależna od oceny szans na osiągnięcie porozumienia między USA i Iranem. Jeżeli doszłoby do powrotu do działań militarnych prawdopodobny byłby dalszy silniejszy wzrost rentowności.
- Wysokie ryzyko przedłużającej się blokady cieśniny Ormuz oznaczającej wyższą inflację wobec prognozy bazowej, ryzyko scenariusza alternatywnego z wyższymi rentownościami obligacji jest wysokie. Z drugiej strony w takim scenariuszu, czynnikiem ograniczającym skalę wzrostu rentowności, w szczególności papierów amerykańskich byłby wzrost globalnej premii za ryzyko. W ostatnich tygodniach wzrost rentowności w większym stopniu wynikał z podwyższenia prognoz inflacji, przy niezłych nastrojach rynkowych i ograniczonym wzroście premii za ryzyko (szczególnie w kwietniu). W naszej ocenie gdyby materializowały się scenariusz negatywny, silniej niekorzystne wpływające na globalną awersję do ryzyka, hamowałoby to skalę wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych.
- Dla obligacji amerykańskich istotnym czynnikiem niepewności jest kształtowanie się polityki gospodarczej (m.in. w kontekście polityki handlowej) oraz polityki pieniężnej w związku ze zmianą na stanowisku prezesa Fed. W czerwcu po raz pierwszy konferencję prasową po posiedzeniu FOMC poprowadzi nowy prezes Fed Kevin Warsh, co da więcej informacji dot. jego wizji polityki monetarnej.

Wzrost cen surowców spowodował skokowy wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych...



...z uwagi na korekty prognoz dot. stóp procentowych Fed i EBC

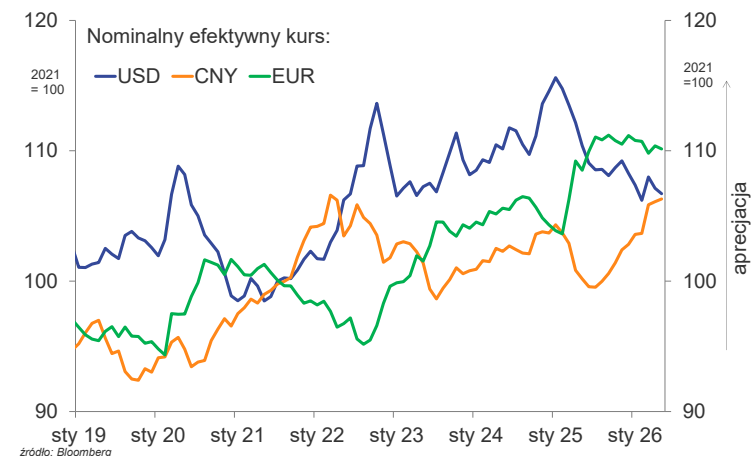




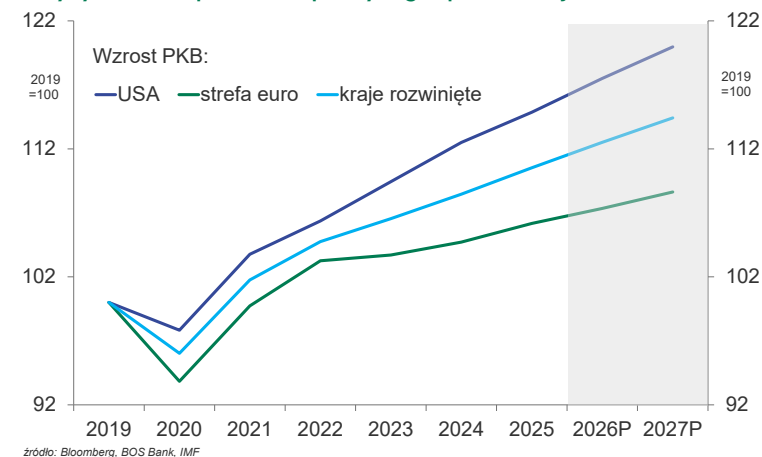
...oraz lekkiego wzmocnienia notowań dolara

- Po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie dolar zyskał na wartości, szczególnie w okresach wyższej awersji do ryzyka. W tym okresie na wartości nieznacznie traciło euro.
- Jednocześnie zmienność notowań na rynku walutowym pod wpływem zmieniających się nastrojów w odniesieniu do perspektyw zakończenia konfliktu na Bliskim Wschodzie była zdecydowanie mniejsza niż na rynku obligacji skarbowych, gdyż z czasem konflikt wpływał zdecydowanie silniej na prognozy inflacyjne niż na zmiany globalnej premii za ryzyko (mniejsze obawy o sferę realną gospodarki). Podobna skala zmian oczekiwań co do polityki pieniężnej Fed i EBC także ograniczała wpływ na kursy dolara i euro w kontekście dysparytetu stóp procentowych.
- Podtrzymujemy prognozę lekkiej aprecjacji dolara względem euro w kierunku 1,15 USD/EUR w średnim okresie, także po zakończeniu wojny. Nadal czynniki strukturalne, w tym perspektywy gospodarcze przemawiają na korzyść dolara, a wpływ kryzysu na rynku surowców ten efekt jeszcze nasili. Nadal nie widać istotnych zmian w zakresie pozycji dolara jako waluty rezerwowej czy transakcyjnej w płatnościach międzynarodowych. Zakładając wyhamowanie dotychczasowego silnego wzrostu eksportu Chin prawdopodobne jest także złagodzenie presji aprecjacyjnej juana, co także powinno wspierać dolara.
- Głównym czynnikiem ryzyka dla tej prognozy jest niepewność dot. decyzji geopolitycznych oraz polityki gospodarczej administracji prezydenta Trumpa.
- Dodatkowo w krótkim okresie tę niepewność może zwiększać zmiana na stanowisku prezesa Fed i wzrost niepewności dot. polityki pieniężnej.

Konflikt na Bliskim Wschodzie ograniczył wcześniejsze osłabienie dolara



Czynniki fundamentalne wciąż korzystne dla dolara, ryzykiem niepewność polityki gospodarczej

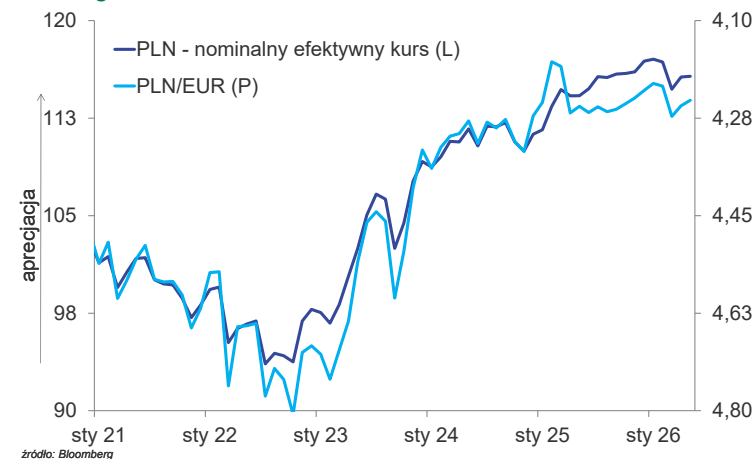




Oczekiwany stabilny kurs złotego w relacji do euro

- Wybuch wojny na Bliskim Wschodzie zahamował wcześniejszą aprecjację złotego, a okresowo poskutkował jego osłabieniem w kierunku 4,30 PLN/EUR. Generalnie jednak negatywny wpływ niestabilności geopolitycznej na złotego, szczególnie w kolejnych tygodniach konfliktu (począwszy od kwietnia) był już ograniczony. Podobnie jak w 2025 r. złoty pozostawał bardzo odporny na wszelkie negatywne informacje i zawirowania na globalnym rynku finansowym.
- Dane dot. napływu kapitału na rynki wschodzące wskazują na ograniczenie wcześniejszego dynamicznego napływu z początku roku, niż silny odpływ kapitału, w szczególności w kwietniu, kiedy sytuacja na rynku surowców w większym stopniu wpływała na rynek stopy procentowej przez kanał prognoz inflacji niż na rynki finansowe przez kanał premii za ryzyko.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy stabilizowania się kursu złotego w okolicach 4,25 PLN/EUR, przy jego lekkim osłabieniu wobec dolara, przy założeniu lekkiego wzmocnienia amerykańskiej waluty.
- Zgodnie ze scenariuszem bazowym odblokowanie cieśniny Ormuz powinno poprawić globalne nastroje co powinno sprzyjać złotemu, z drugiej strony ewentualne wydłużenie konfliktu oraz ewentualna materializacja scenariusza negatywnego prawdopodobnie byłaby zdecydowanie bardziej niekorzystna dla walut rynków wschodzących, w tym złotego. Sądzymy, że w scenariuszu negatywnym złoty nie utrzymałby aż tak mocnej odporności na globalne perturbacje jak było to w pierwszych tygodniach konfliktu między USA a Iranem.

Ograniczony wpływ wojny na Bliskim Wschodzie na kurs złotego...



...jak i na całą grupę rynków wschodzących

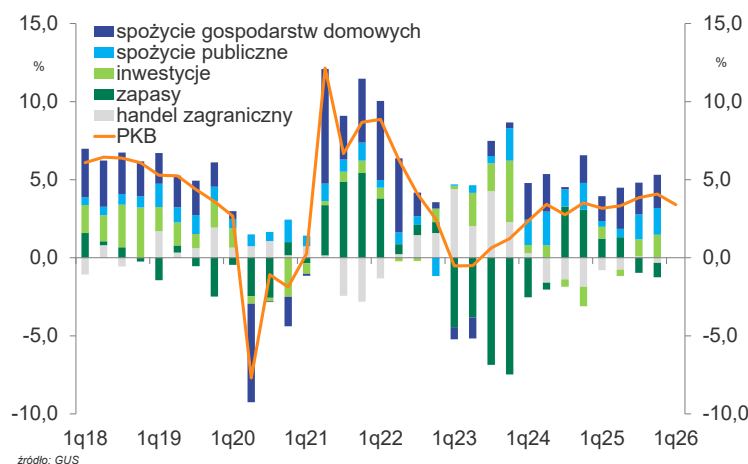




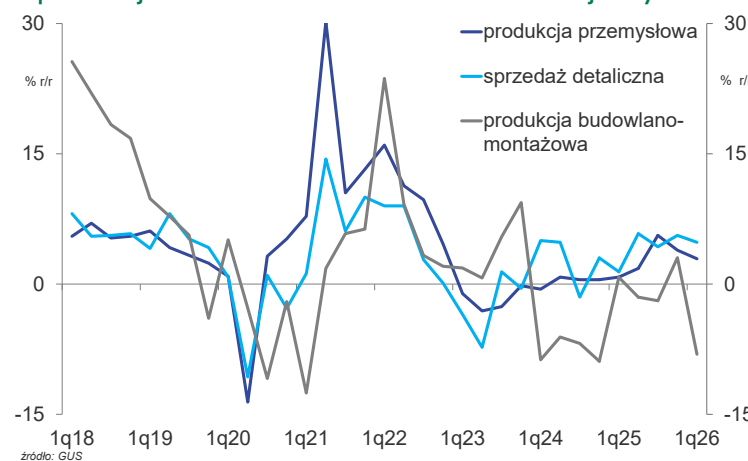
W I kw. słabszy wzrost PKB...

- W I kw. PKB Polski wg szacunku *flash* wzrósł o 3,4% r/r wyraźnie słabiej wobec 4,1% r/r w IV kw. ub.r. Kwartalny wzrost (SA) spowolnił do 0,5%, wobec 1,1% w IV kw.
- Sądzymy, że przyczyną osłabienia wzrostu PKB były wyraźnie słabsze inwestycje przy niewielkich zmianach dynamiki konsumpcji prywatnej i handlu zagranicznego.
- Oceniamy, że niższy wzrost inwestycji to przede wszystkim efekt bardzo niekorzystnej pogody. Ponadto negatywnie działały korekta po kumulacji inwestycji w IV kw. 2025 r. i wyższa baza odniesienia.
- Na istotny negatywny wpływ warunków atmosferycznych (silne mrozy i opady śniegu w styczniu i lutym) wskazują wyraźne spadki produkcji budowlano-montażowej w styczniu i lutym oraz spadek produkcji w działach przemysł, produkujących na rzecz budownictwa.
- Przy powyższych założeniach, w kolejnych kwartałach oczekujemy przyspieszenia dynamiki PKB.

W I kw. spowolnienie dynamiki PKB...



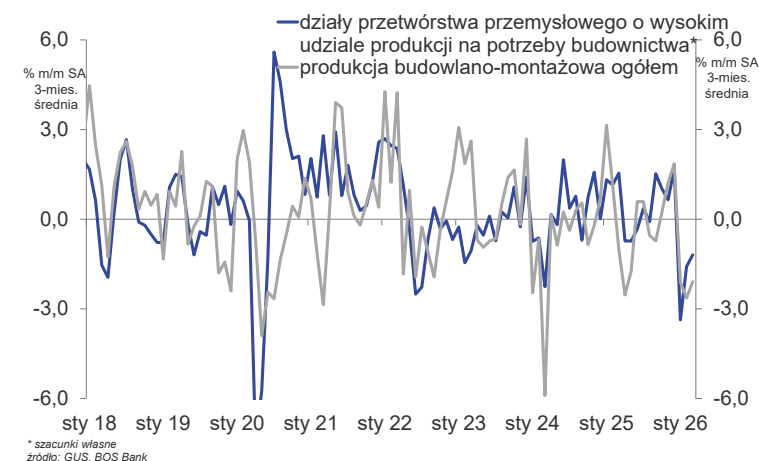
...głównie w następstwie wyraźnego spowolnienia produkcji w budownictwie w warunkach ostrej zimy...



...prawdopodobnie z powodu osłabienia dynamiki inwestycji...



...co dotknęło także niektóre działy przemysłu

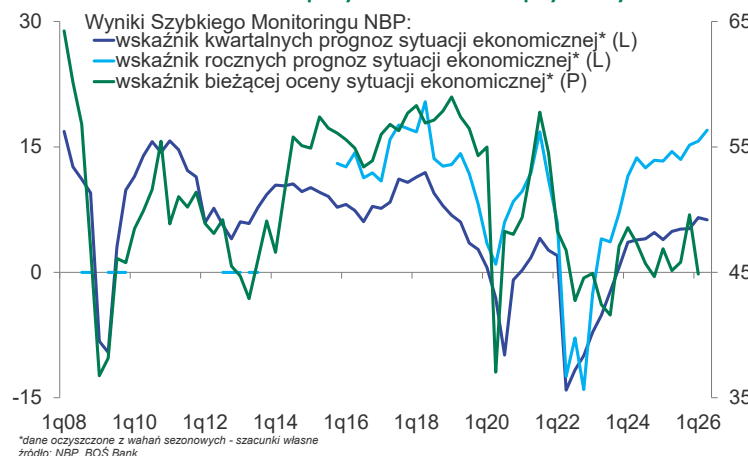




...indeksy koniunktury potwierdzają okresowy charakter spowolnienia...

- Korzystne prognozy firm ich sytuacji własnej (wg Szybkiego Monitoringu NBP) potwierdzają okresowy charakter spowolnienia PKB. Na stabilnym poziomie na początku roku utrzymują się oczekiwania dotyczące przyszłego popytu.
- Z drugiej strony pojawiły się sygnały negatywnego wpływu sytuacji na Bliskim Wschodzie na nastroje. Na razie wzrost wskaźnika niepewności jest niewielki, ale gdyby konflikt wydłużał się, należy liczyć się z dalszym wzrostem niepewności (badanie zostało przeprowadzone w I poł. marca).
- Szeroki sektorowy efekt wyhamowania dotychczasowej poprawy nastrojów firm wg danych GUS potwierdza, że wpływ sytuacji geopolitycznej i mocny wzrost cen surowców wpływają negatywnie na nastroje firm.
- Na razie relatywnie umiarkowane pogorszenie nastrojów, zdecydowanie mniejsza niż w 2022 r. skala kryzysu surowcowego skutkują ograniczoną skalą korekty naszych prognoz gospodarczych w bazowym scenariuszu rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie.

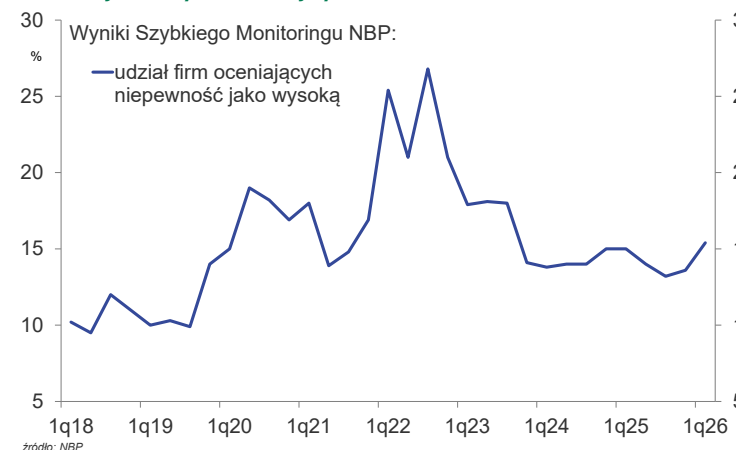
Pomimo pogorszenia sytuacji bieżącej firm na początku roku, oczekiwania dot. przyszłości dość optymistyczne...



... to na początku konfliktu niewielki wpływ na prognozy popytu formułowane przez firmy



...choć niepewność lekko wzrosła, prawdopodobnie w reakcji na wybuch wojny w na Bliskim Wschodzie...



Wyhamowanie wcześniej rosnącego optymizmu w większości sektorów





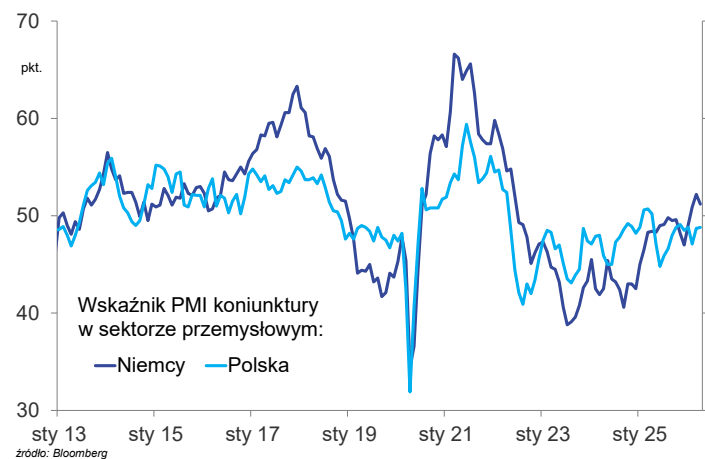
...choć przedłużająca się blokada cieśniny Ormuz osłabi gospodarkę globalną i krajową

- W II poł. 2025 r. sprzedaż zagraniczna firm przyspieszyła, dane dot. struktury produkcji przemysłowej wskazują natomiast na wyhamowanie tej poprawy w I kw. pomimo generalnie niezłych danych dot. globalnej produkcji i handlu zagranicznego.
- W I kw. 12-miesięczne prognozy eksporterów były mniej optymistyczne w porównaniu z prognozami z końca 2025 r.
- Biorąc pod uwagę te sygnały oraz korektę prognoz gospodarczych dla strefy oczekujemy w kolejnych kwartałach nieco wolniejszego wzrostu eksportu w porównaniu z dotychczasowymi prognozami.
- Głównym pozytywnym czynnikiem dla eksportu w kolejnych kwartałach powinno być ożywienie aktywności w Niemczech (głównie dzięki luzowaniu fiskalnemu), niemniej skalę tego ożywienia będzie hamować: - podwyższona niepewność dot. skutków zawirowań w globalnym handlu, - rosnąca konkurencja chińskiego przemysłu na świecie, - istotny wpływ sektora budowlanego (mniej importochłonnego) na ożywienie w Niemczech.

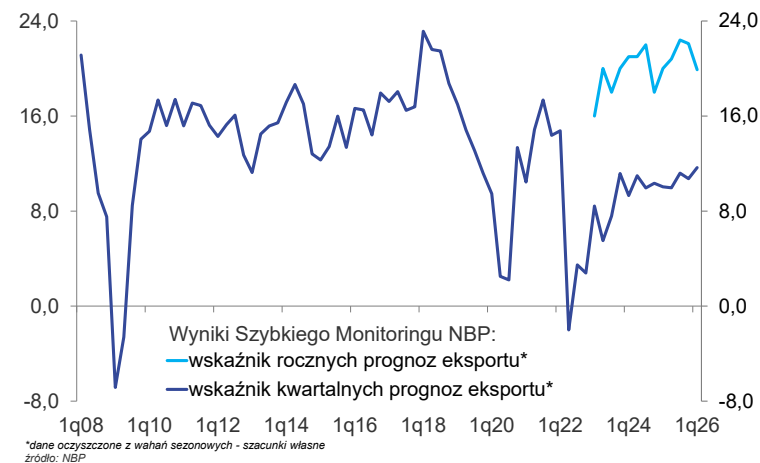
W II poł. 2025 roku poprawa przychodów ze sprzedaży eksportowej...



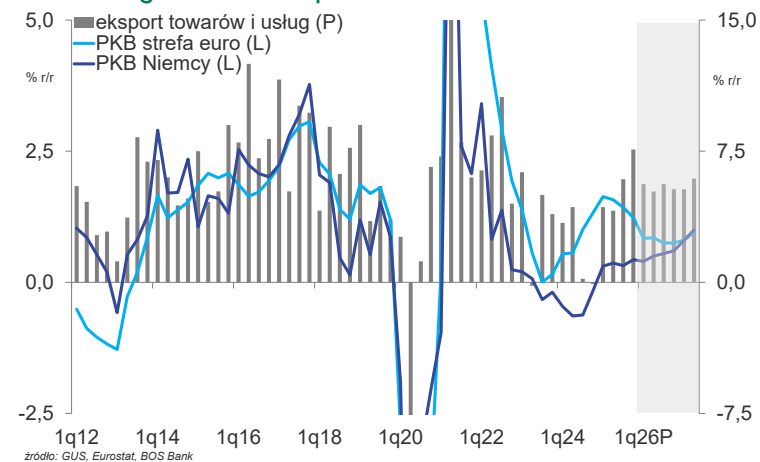
Koniunktura w polskim przemyśle zależna od sytuacji w Niemczech



...ale prognozy eksporterów niejednoznaczne



W scenariuszu bazowym pozwala oczekujemy utrzymania stabilnego wzrostu eksportu





Wzrost niepewności istotnym zagrożeniem dla stabilności rynku pracy...

- Dane z rynku pracy z przełomu roku są niejednoznaczne. Z jednej strony przepływy na rynku pracy wskazują, że wzrost liczby bezrobotnych notowany na początku roku był w większym stopniu efektem czynników regulacyjnych (wzrost wyrejestrowanych podejmujących pracę, spadek nowo zarejestrowanych bezrobotnych). Z drugiej strony utrzymujący się, choć niewielki, spadek zatrudnienia oraz dalsze pogorszenie prognoz zatrudnienia i wskaźnika wakatów (Szybki Monitoring NBP) wskazują na wyższe ryzyko pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

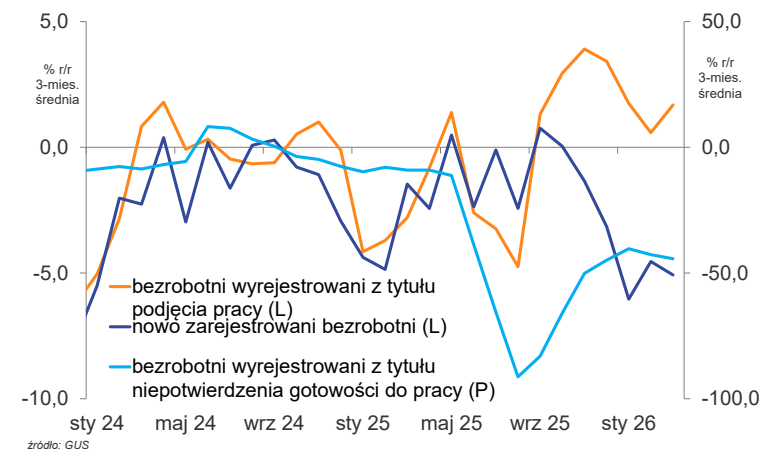
- Przy nadal umiarkowanych wskaźnikach wykorzystania mocy wytwórczych i wyższej niepewności gospodarczej nie można wykluczyć dalszego obniżenia zatrudnienia i lekkiego wzrostu bezrobocia w kolejnych kwartałach. W scenariuszu bazowym ewentualne pogorszenie sytuacji na rynku pracy powinno jednak być ograniczone dzięki wciąż solidnej aktywności krajowej gospodarki i dostosowaniom strukturalnym (demografia).

- W I poł. roku udział firm prognozujących wzrost płac przestał spadać, nadal obniżać się jednak średnia oczekiwana skala podwyżek.

Na początku roku ponowny wzrost liczby bezrobotnych...



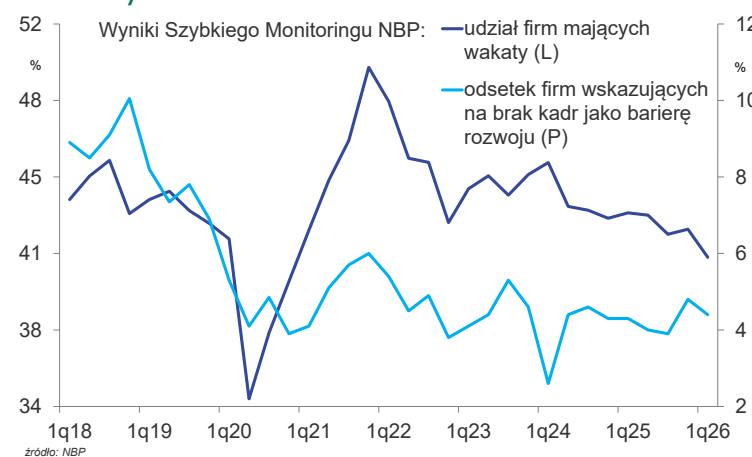
...przepływy na rynku pracy wskazują na utrzymujący się wpływ czynników regulacyjnych...



...choć prognozy firm dot. zatrudnienia są coraz bardziej pesymistyczne...



...przy obniżającej się skali nieobsadzonych miejsc pracy i bariery braku kadr





...przy nadchodzącym obniżeniu dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych i konsumpcji

- Przy ostrożniejszych założeniach dot. popytu na pracę, wyraźnie niższej dynamice płacy minimalnej oczekujemy kontynuacji obniżenia dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej. Niższa będzie także dynamika wzrostu nominalnych świadczeń społecznych, gdyż wcześniejszy spadek inflacji ograniczy skalę waloryzacji świadczeń.
- Co więcej, dynamika realna dochodów obniży się głębiej wobec naszych wcześniejszych oczekiwań w konsekwencji oczekiwanej wyższej inflacji od II kw. w konsekwencji konfliktu na Bliskim Wschodzie i blokady cieśniny Ormuz.
- W rezultacie prognozujemy, że w 2026 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych obniży się do 3,4% wobec 4,0% r/r w IV kw. 2025 r.
- W scenariuszu bazowym rozwoju sytuacji geopolitycznej oczekujemy ograniczonego pogorszenia nastrojów i popytu na pracę i w efekcie względnie stabilnej, solidnej dynamiki konsumpcji. Ważnym czynnikiem stabilizującym wydatki gospodarstw domowych będzie w naszej ocenie stosunkowo wysoki poziom oszczędności gospodarstw domowych.

W 2026 r. prawdopodobne utrzymanie stagnacji zatrudnienia...



...co obok niższego wzrostu płacy minimalnej będzie obniżać dynamikę wynagrodzeń...



...a wzrost inflacji dodatkowo osłabi siłę nabywczą dochodów i wzrost konsumpcji...



...ale dzięki dotychczasowej odbudowie oszczędności osłabienie konsumpcji będzie umiarkowane

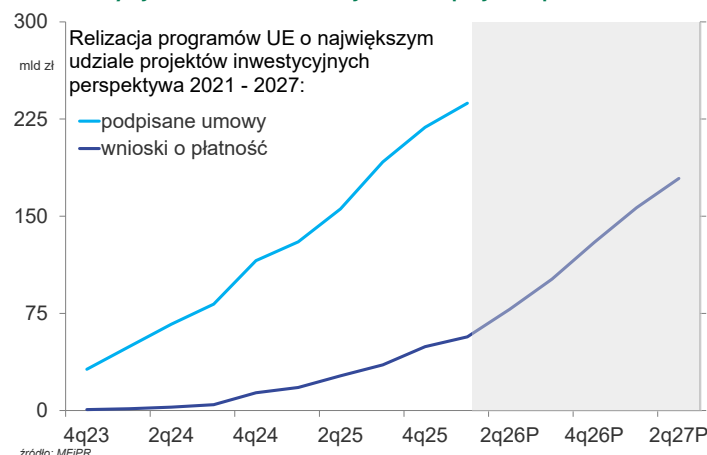




Projekty współfinansowane ze środków UE mniej podatne na zmienność cyklu koniunktury...

- W 2025 r. dynamika inwestycji wzrosła względem 2024 r. co było wynikiem wzrostu wydatkowania środków UE. W 2025 r. skala tych projektów była jeszcze ograniczona.
- Analiza danych dot. realizacji programów UE (opóźnienia w faktycznym wydatkowaniu środków wobec podpisanych umów) sugerujemy, że mocny wzrost inwestycji z tytułu realizacji tych projektów nastąpi w 2026 r. i na początku 2027 r. Na bieżący rok przypadnie też kumulacja wydatkowania środków w ramach KPO, gdyż termin ostatecznego wydatkowania środków ustalony jest na koniec grudnia br.
- Dane dot. realizacji programów UE oraz nt. wydatków majątkowych JST wskazują, że jedynie w samorządach od początku 2025 r. widoczny był mocniejszy wzrost inwestycji finansowanych środkami z UE, przy dużo niższej ich skali w przypadku sektora centralnego i przedsiębiorstw.
- Dane dot. wartości kosztorysowej nowych inwestycji przedsiębiorstw wskazują na potencjał do istotnego przyspieszenia w 2026 r. wydatków inwestycyjnych firm publicznych – wśród firm głównych beneficjentów środków UE.

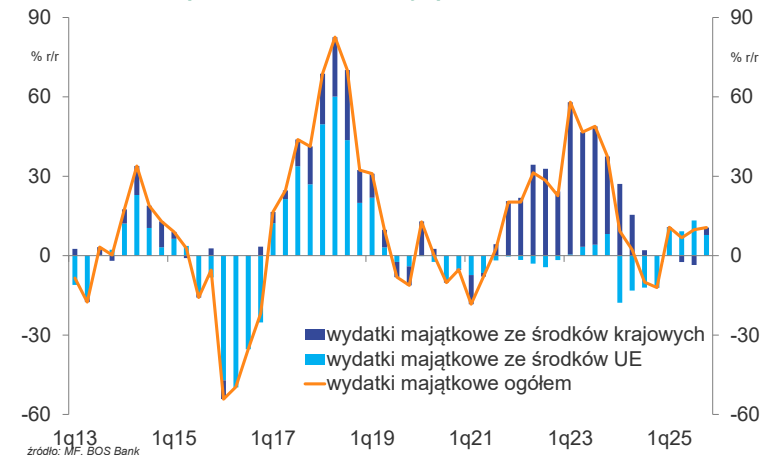
Szybko rosta wartość podpisywanych umów na inwestycje, ale ich realizacja następuje z opóźnieniem



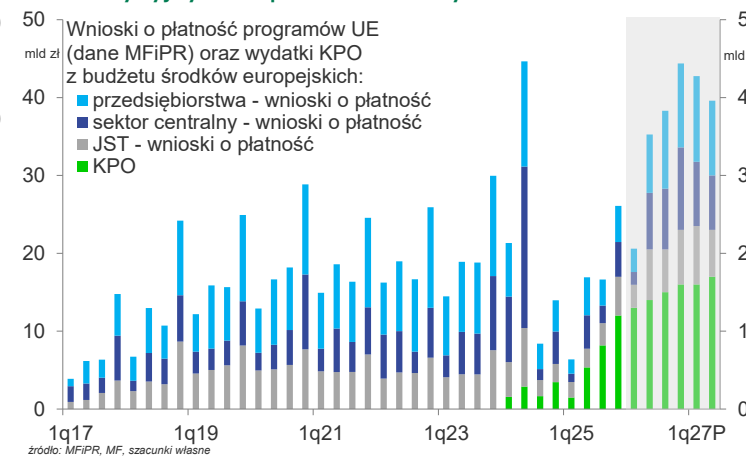
...dopiero w II poł. ub.r. dynamicznie wzrosła wartość rozpoczynanych inwestycji firm



W 2025 ruszyły głównie inwestycje samorządów lokalnych finansowanych ze środków unijnych...



Oczekiwana w 2026 r. kumulacja wydatków inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE

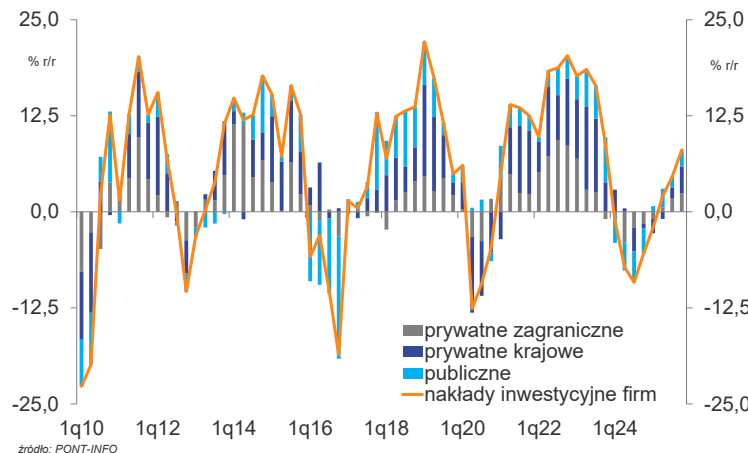




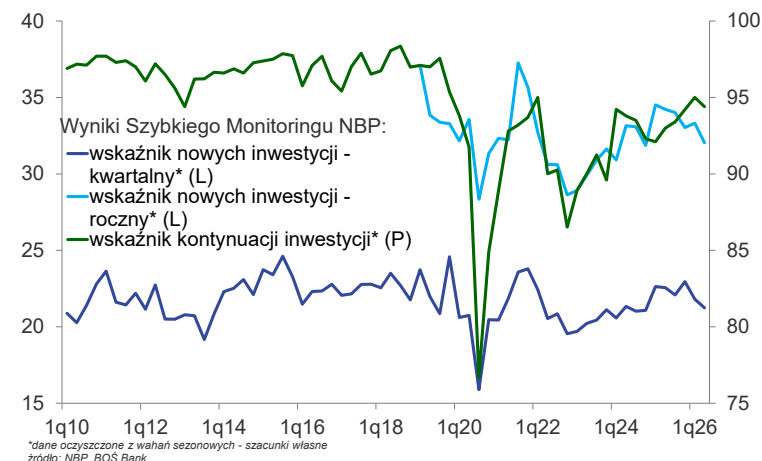
...będą stymulowały dynamikę inwestycji

- Oczekujemy, że dynamika nakładów brutto na środki trwałe wzrośnie o blisko 9,0% w 2026 r. wobec 4,4% w 2027 r.
- Wzrost niepewności geopolitycznej oraz nadal przeciętny poziom wykorzystania mocy produkcyjnych będą ograniczać cykliczne ożywienie inwestycji. Świadczy o tym dalsze pogorszenie nastrojów inwestycyjnych firm w I kw. Mimo tych niekorzystnych prognoz solidny wynik inwestycji jest bardzo prawdopodobny dzięki impulsowi związanemu z kalendarzem wydatkowania środków UE, mniej zależnych od tendencji cyklicznych. Choć przy niekorzystnych zmianach kosztowych inwestycje te mogą silniej obciążać firmy, niemniej ryzyko ich wstrzymania jest ograniczone.
- Wartość inwestycji w gospodarce będą nadal podwyższać wydatki zbrojeniowe, choć ich wpływ na dynamikę wzrostu inwestycji ogółem będzie mniejszy, ponieważ silne ożywienie trwa już od 2023 r.
- Wyhamowanie spadku liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto, może w kolejnych kwartałach ograniczyć spadek inwestycji mieszkaniowych, choć szansa na ich wyraźniejszy wzrost jest niska.

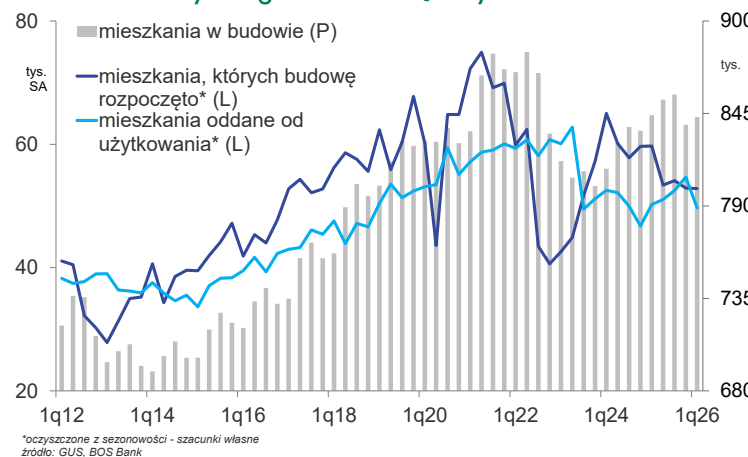
W 2026 r. mocne inwestycje firm publicznych, wzrost niepewności może ciężać inwestycjom firm prywatnych...



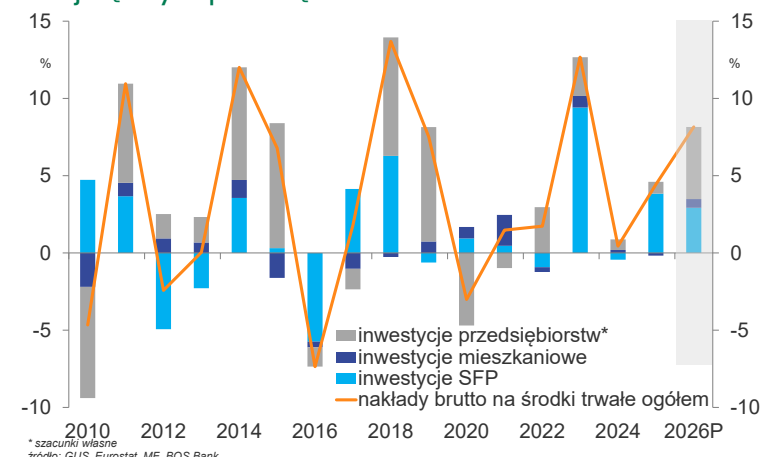
...przy słabszych cyklicznych nastrojach inwestycyjnych



Dotychczasowy spadek liczby nowych inwestycji mieszkaniowych ogranicza skalę aktywności w sektorze



W 2026 r. silne inwestycje sektora publicznego oraz największych przedsiębiorstw

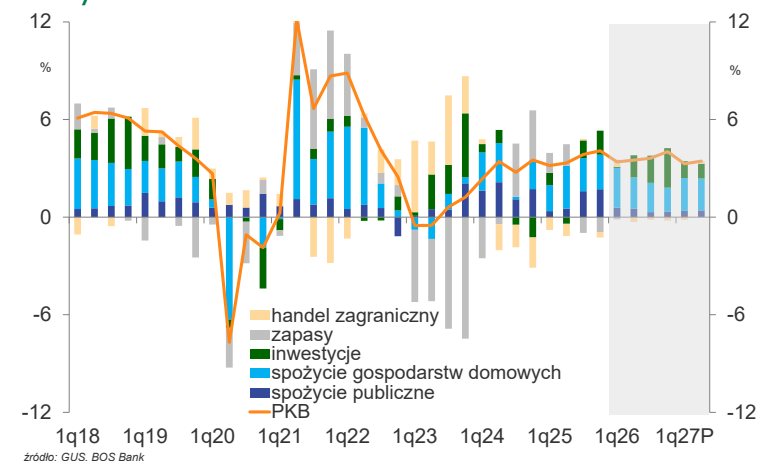




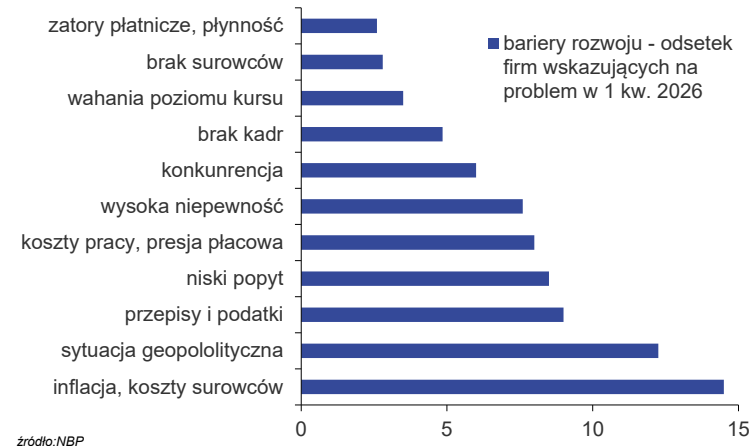
Prognozujemy, że w 2026 r. PKB wzrośnie o 3,7%

- Prognozujemy, że w 2026 r. wzrost PKB wyniesie 3,7% wobec 3,6% w 2025 r. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego będzie silniejszy wzrost inwestycji, przy obniżającej się kontrybucji spożycia – głównie publicznego i w mniejszym stopniu gospodarstw domowych.
- Szacujemy, że w I kw. wyraźnie obniżyła się dynamika inwestycji, niemniej w kolejnych kwartałach będzie ona silnie przyspieszać, z uwagi na kumulację projektów współfinansowanych ze środków UE, w tym środków KPO. Prognozujemy, że w II poł. roku dynamika nakładów brutto na środki trwałe przekroczy 11,0% r/r.
- Czynnikiem hamującym silniejszy wzrost gospodarczy jest konflikt na Bliskim Wschodzie skutkujący wzrostem niepewności geopolitycznej i cyklicznej oraz negatywnym szokiem podażowym w postaci wzrostu cen surowców. W tych warunkach oczekujemy wolniejszego wzrostu gospodarki globalnej i krajowego eksportu, a także niższego wzrostu inwestycji niepodlegających współfinansowaniu ze środków UE i spożycia gospodarstw domowych. W rezultacie skorygowaliśmy w dół prognozę PKB wobec poprzedniej rundy prognoz (4,0%).
- W bazowym scenariuszu oczekujemy ograniczonej skali negatywnego wpływu szoku surowcowego na krajową gospodarkę przy korzystnych trendach zewnętrznych (boom technologiczny, luzowanie polityki fiskalnej w Niemczech), poprawiającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz dotychczasowej nadwyżce oszczędności gospodarstw domowych stabilizujących konsumpcję. Sądzymy, że wydatkowanie środków UE (mniej zależne od tendencji cyklicznych) oraz wskazane bufony pozwolą na utrzymanie solidnej dynamiki wzrostu PKB pod warunkiem uniknięcia scenariusza dalszego istotnego wzrostu cen ropy naftowej i ich stopniowego obniżenia w II połowie roku.
- Jeśli jednak blokada cieśniny Ormuz będzie przedłużała się, a ceny surowców utrzymają się na wysokim poziomie lub wzrosną wzrośnie ryzyko głębszego spowolnienia aktywności krajowej gospodarki.

Inwestycje głównym czynnikiem wspierającym wzrost aktywności w 2026 r...



Po dwuletniej przerwie, ponowny wzrost znaczenia kosztów surowców jako bariery rozwoju

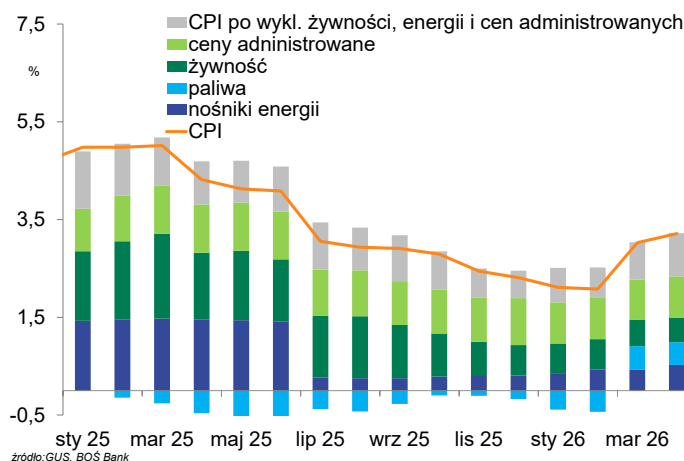




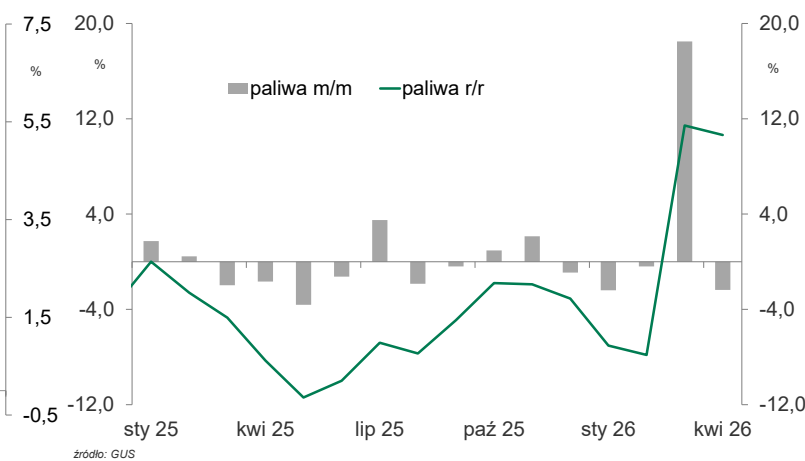
Wzrost cen paliw przyczyną skokowego wzrostu inflacji w marcu...

- Do lutego br., zgodnie z prognozą, inflacja CPI obniżała się. W marcu wskaźnik skokowo wzrósł do 3,0% r/r, a w kwietniu do 3,2%.
- Decydującym powodem tego wzrostu był gwałtowny wzrost cen paliw spowodowany skokowym wzrostem cen ropy naftowej w następstwie blokady cieśniny Ormuz.
- Wyhamowanie wzrostu cen paliw w kwietniu wynikało z wprowadzenia programu CPN obniżającego stawki akcyzy i VAT na benzynę i olej napędowy.
- W marcu i kwietniu wpływ wysokich cen paliw na inflację bazową był ograniczony, koncentrował się w usługach transportowych (ceny biletów lotniczych i transportu drogowego). Wzrost inflacji bazowej w kwietniu (do 3,0% r/r) wynikał też z podwyżek opłat za wywóz śmieci i opłaty za wodę i kanalizację oraz wcześniej zapowiadaną indeksację opłat za abonament w telefonii komórkowej.
- Wzrost inflacji CPI był ograniczany przez kontynuację obniżenia dynamiki cen żywności w szczególności żywności przetworzonej.

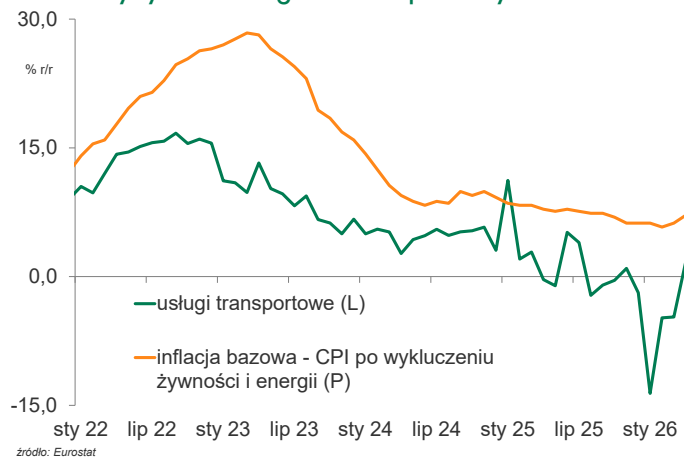
W marcu skokowy wzrost inflacji...



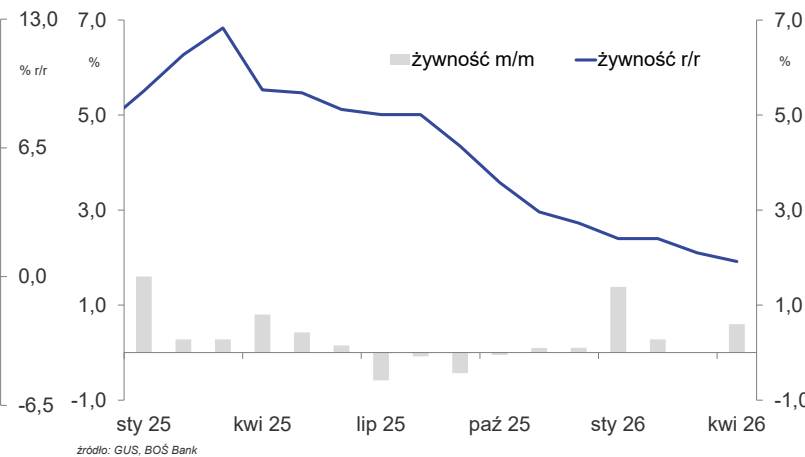
...z powodu silnego wzrostu cen paliw



Wpływ wysokich cen ropy naftowej na inflację bazową widoczny tylko w usługach transportowych



Dalsze obniżenie dynamiki cen żywności

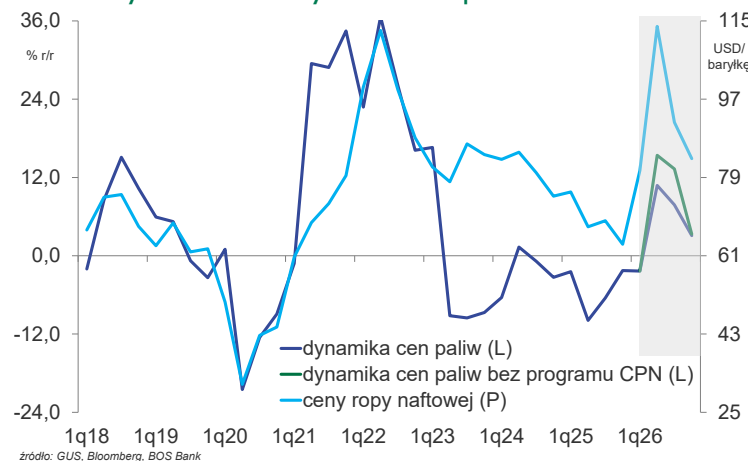




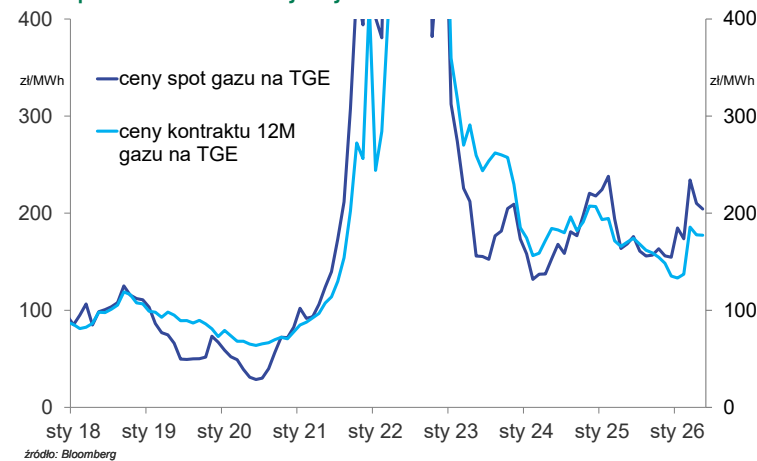
...wyższe ceny paliw głównym powodem korekty w górę prognozy ścieżki CPI...

- Przy założeniu stopniowego spadku cen ropy naftowej w II poł. roku oczekujemy stopniowego spadku rocznej dynamiki cen paliw, która jednak w 2026 r. utrzyma się na podwyższonym poziomie (6,0%).
- Poza sytuacją na rynku ropy naftowej kluczowe będą także decyzje dot. utrzymania . Obniżonych podatków na paliwa. Przy naszej prognozie ceny ropy naftowej oraz założeniu, że celem rządu jest utrzymanie cen paliw poniżej 6,50 złotych za litr benzyny Pb 95, sądzimy, że program CPN będzie utrzymany do jesieni br.
- Notowany w ostatnich tygodniach wzrost rynkowych cen gazu podwyższają ryzyko podwyżki opłat za gaz w trakcie roku, niwelując efekt marcowej obniżki taryfy za gaz. Na razie umiarkowany pozostaje wzrost cen węgla oraz ceny energii elektrycznej (także w kontraktach długoterminowych), co znacząco ogranicza skalę szoku energetycznego w porównaniu z okresem 2022-2023.
- W scenariuszu bazowym, oczekujemy stabilizacji cen energii elektrycznej i gazu w 2026 r., co przy efektach bazy skutkuje lekkim obniżeniem rocznej dynamiki cen nośników energii w II połowie roku.

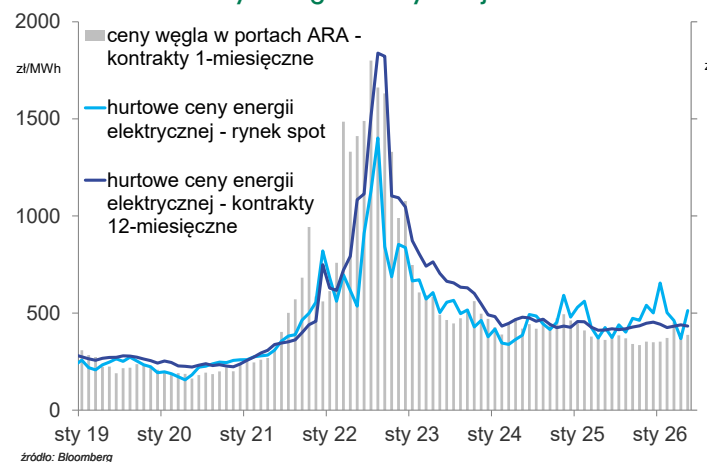
Gwałtowny wzrost cen ropy naftowej poskutkował skokowym wzrostem dynamiki cen paliw...



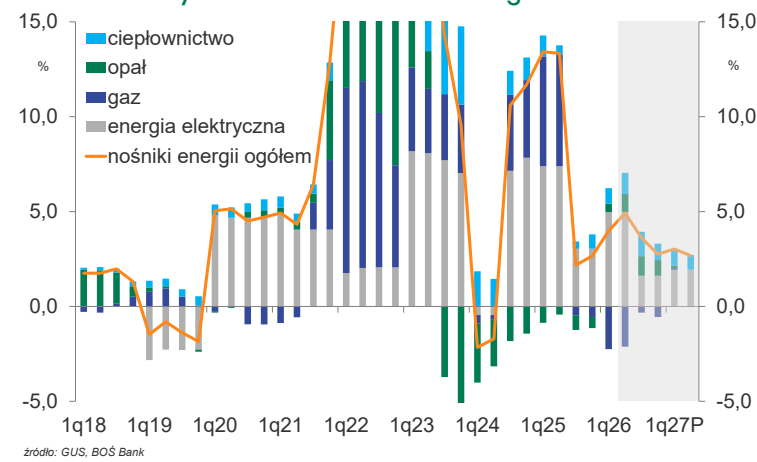
...wzrosły też rynkowe ceny gazu ziemnego, jednak w nieporównanie mniejszej skali niż w 2022 r.



Ograniczony wzrost cen węgla powinien także stabilizować ceny energii elektrycznej...



...co przy wysokiej bazie odniesienia daje szansę na lekkie obniżenie dynamiki cen nośników energii





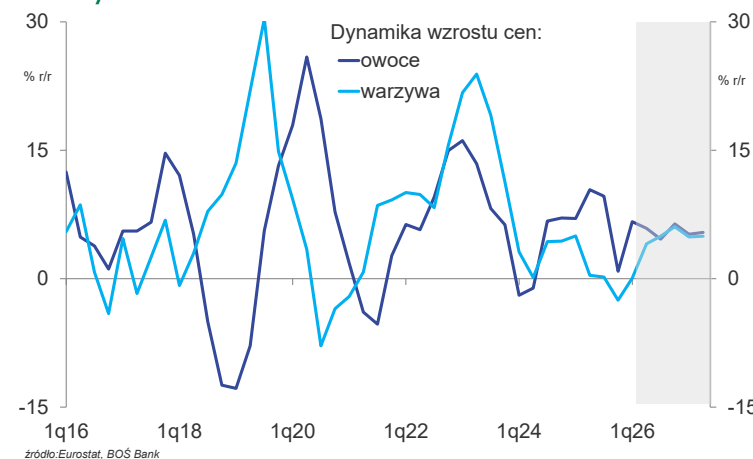
...sytuacja na Bliskim Wschodzie podwyższy także ceny żywności...

- Gwałtowny wzrost cen nawozów skutkuje silniejszym wzrostem cen surowców żywnościowych na świecie. W tych warunkach podwyższyliśmy prognozę cen żywności przetworzonej.
- Oczekiwany wzrost cen surowców żywnościowych jest mniejszy niż w 2022 r., gdyż nie skutkuje obawami przed ograniczeniem globalnej produkcji, a znaczenie cieśniny Ormuz dla tego sektora jest mniejsze niż Morza Czerwonego (początkowa blokada eksportu Ukrainy w 2022 r.).
- Kwietniowe przymrozki oraz niskie wiosenne opady nie dają także przesłanek dla utrzymania prognozy obniżenia dynamiki cen owoców i warzyw. Czynnikiem hamującym silniejszy wzrost cen owoców są prognozy Bank Światowego stabilnych cen bananów i cytrusów.
- W efekcie, po wyraźnym obniżeniu dynamiki cen żywności w I poł. roku, w II poł. roku oczekujemy jej wzrostu w kierunku 3,0% r/r pod koniec 2026 r. oraz do 3,5% w połowie 2027 r., przy utrzymującym się ryzyku silniejszego wzrostu.

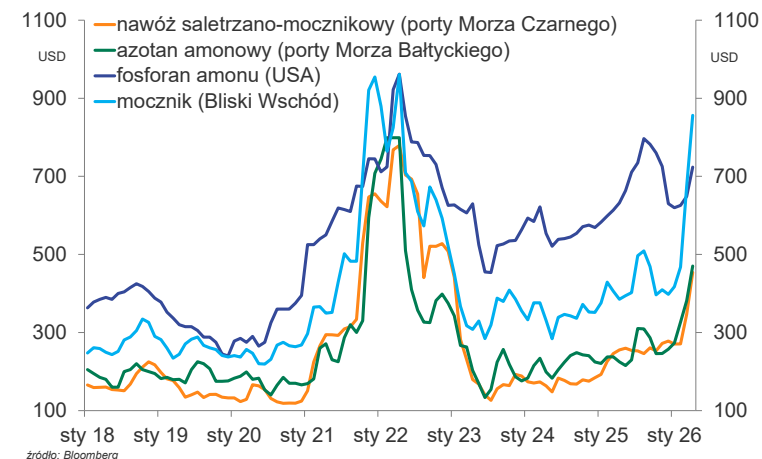
Skutkiem konfliktu na Bliskim Wschodzie silniejsza korekta wzrostowa cen surowców żywnościowych...



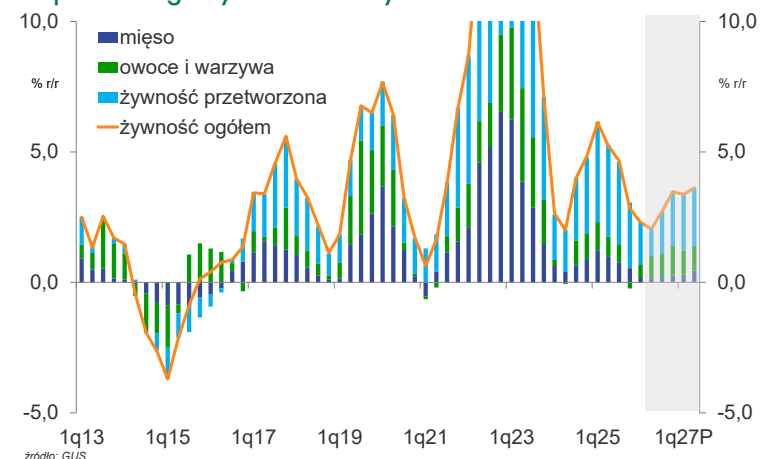
W 2026 r. perspektywa stabilnego wzrostu cen owoców i warzyw



...głównie z powodu gwałtownego wzrostu cen nawozów



II kw. 2026 r. prawdopodobnie ostatnim kwartałem trendu spadkowego dynamiki cen żywności

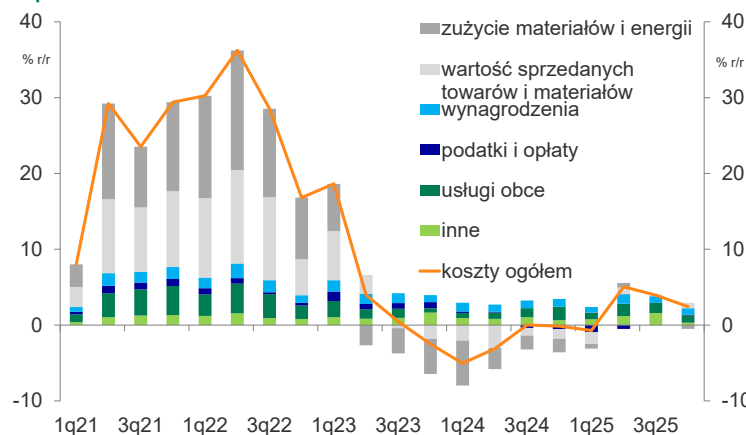




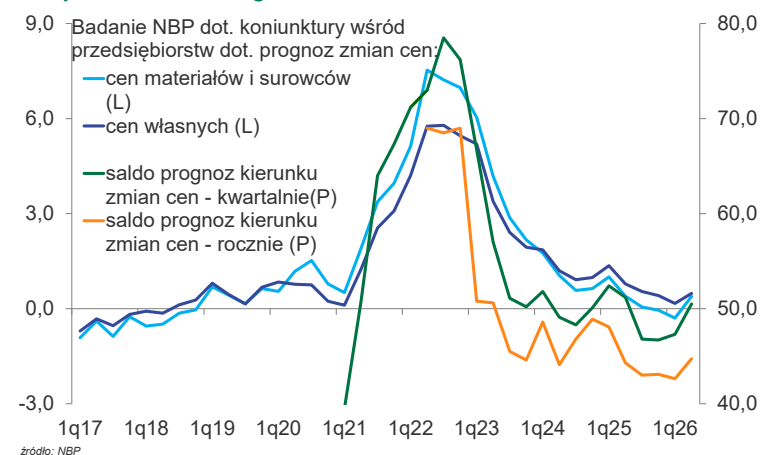
...oraz inflację bazową

- Utrzymanie niższych kosztów działalności firm oraz presja konkurencyjna towarów importowanych z Chin sprzyjały spadkom inflacji bazowej do początku 2026 r.
- Prognozy przedsiębiorstw dot. kosztów surowców i zaopatrzenia oraz prognozy ich cen własnych wskazują na zmianę tendencji po wybuchu wojny USA – Iran.
- Biorąc pod uwagę wzrost kosztów energii i transportu międzynarodowego w kolejnych kwartałach można oczekiwać wyhamowania dotychczasowego trendu dezinflacji cen towarów.
- Jakkolwiek presja na niższe ceny dzięki importowi z Chin może utrzymywać się, to zapewne będzie raczej ograniczać skalę wzrostu cen towarów niż całkowicie powstrzymać ten wzrost. Dominującym czynnikiem będzie globalny problem wzrostu kosztów produkcji.
- W rezultacie oczekujemy wzrostu inflacji po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych do 2,8% r/r w IV kw., wobec 1,4% na koniec 2025 r. i 2,2% w kwietniu.

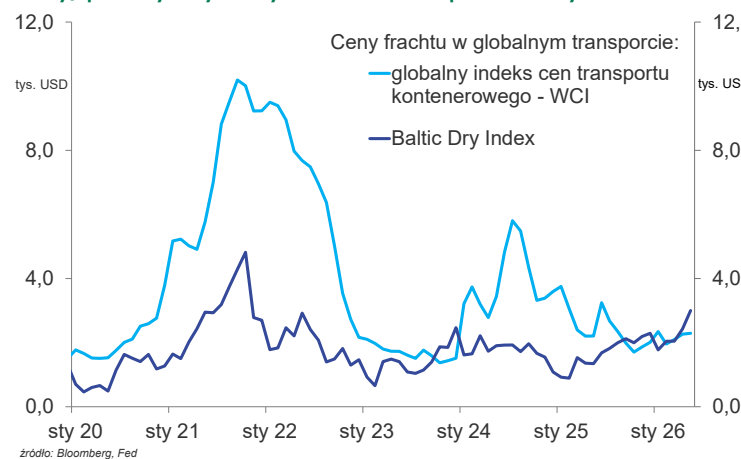
Do 2025 r. spadek dynamiki kosztów operacyjnych przedsiębiorstw...



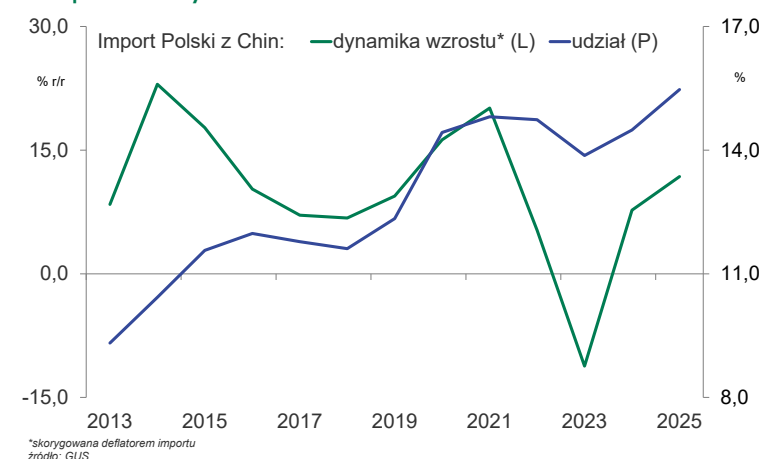
...prognozy w Szybkim Monitoringu NBP wskazują na wyhamowanie tego trendu



Wzrost cen frachtu masowych towarów sypkich (Baltic Dry) podwyższy ceny surowców importowanych...



...osłabi wpływ konkurencji tańszych towarów importowanych z Chin

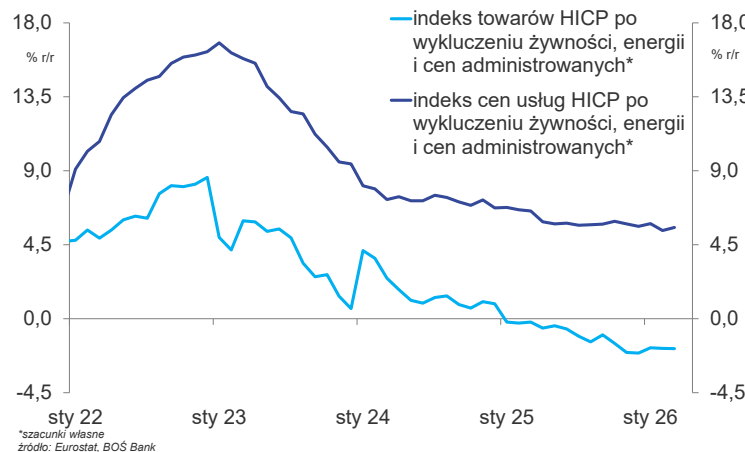




Bieżący szok surowcowy na razie bardzo daleki od sytuacji z I. 2022 – 2023

- Czynnikiem hamującym silniejsze wzrosty inflacji bazowej będą z kolei: – utrzymanie niższego tempa wzrostów kosztów pracy, – ograniczona skala wzrostu cen energii elektrycznej, – mocny kurs złotego ograniczający wzrost złotych cen surowców i kosztów.
- Z kolei trudnym do oceny czynnikiem pozostają oczekiwania inflacyjne, które po szoku inflacyjnym I. 2022 – 2023 pozostają podwyższone w stosunku do poziomów historycznych oraz efekt rosnącej skali indeksowania umów, które mogą utrwaląć efekt wzrostu cen surowców na pozostałe towary i usługi.
- W 2026 r. oczekujemy niewielkiego obniżenia dynamiki cen administrowanych, która jednak utrzyma się na podwyższonym poziomie.
- W tych warunkach oczekujemy, że na koniec roku inflacja bazowa wzrośnie do 3,4% r/r z 2,8% na koniec 2025 r. oraz 3,0% r/r w kwietniu br.

W 2026 r. prawdopodobne ograniczenie dezinflacji cen towarów...



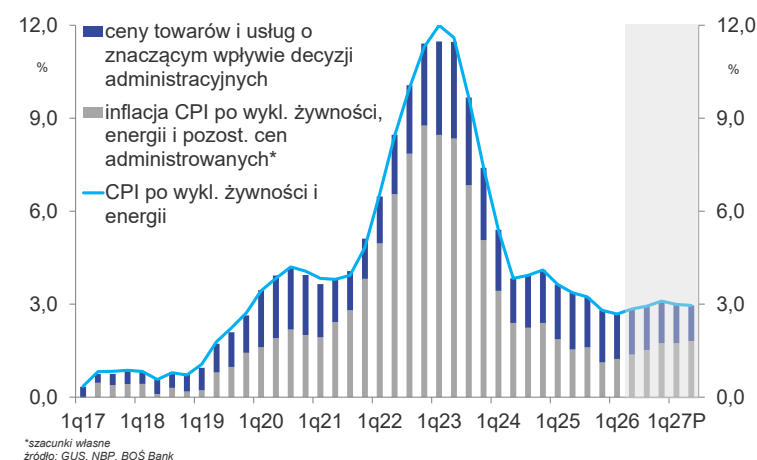
Utrzymanie niższej dynamiki kosztów pracy powinno ograniczać skalę wzrostu inflacji bazowej...



...choć sporym wyzwaniem wciąż relatywnie mocne oczekiwania inflacyjne konsumentów



W trakcie 2026 r. stopniowy wzrost inflacji bazowej

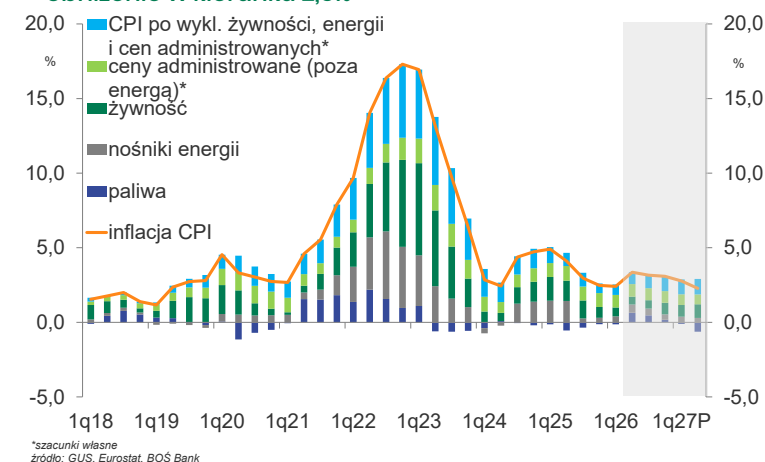




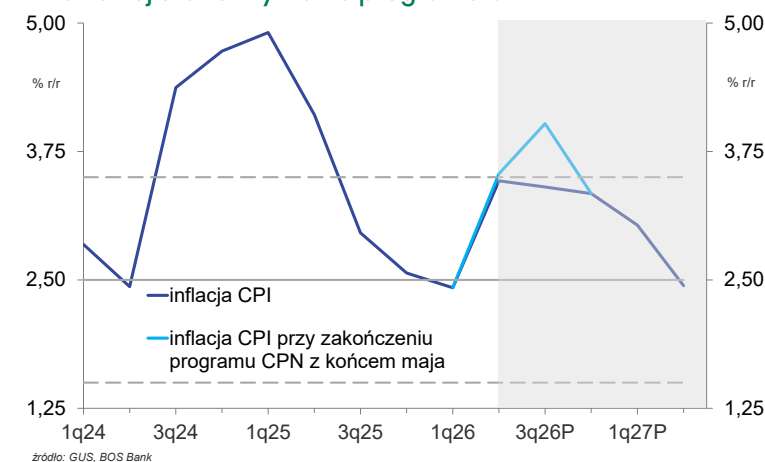
W bazowym scenariuszu inflacja CPI nie powinna trwale przekroczyć 3,5% w 2026 r...

- Oczekujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2026 r. wyniesie 3,2% wobec 3,6% r/r w 2025 r. Na wzrost prognozowanej ścieżki inflacji wpływają praktycznie wyłącznie korekty związane ze wzrostem cen surowców w konsekwencji blokady cieśniny Ormuz.
- Choć skala wzrostu inflacji może wydawać się ograniczona biorąc pod uwagę skalę szoku na rynku ropy naftowej, należy pamiętać, że średnioroczna prognoza inflacji przed konfliktem wynosiła 1,9% r/r, a prognozowaną ścieżkę inflacji w 2026 r. obniża założenie utrzymania obniżonych stawek podatków w przypadku paliw. Tym samym wpływ na inflację zmian związanych z konfliktem na Bliskim Wschodzie można szacować na 1,5 – 2,0 pkt. proc.
- Jednocześnie dla materializacji tego scenariusza kluczowe jest ostateczne udrożnienie cieśniny Ormuz do połowy. Wciąż z uwagi na dotychczas już wydłużający się konflikt normalizacja cen i kosztów będzie przebiegała bardzo stopniowo ze względu na dotychczasowe ograniczenie produkcji surowców w krajach Zatoki Perskiej oraz nasilające się zatory transportowe w regionie.
- Drugim warunkiem ograniczonej skali wzrostu inflacji CPI jest utrzymanie niższych stawek cen akcyzy i VAT na paliwa, które w II i III kw. obniża inflację (przy naszych założeniach cen ropy naftowej) o blisko 1 pkt. proc.
- Przy powyższych założeniach oczekujemy, że inflacja w 2026 r. nie przekroczy trwale poziomu 3,5% r/r oraz w połowie 2027 r. powróci w okolice celu inflacyjnego NBP.
- Biorąc pod uwagę napływające informacje dot. sytuacji na Bliskim Wschodzie ryzyko dla prognozy inflacji jest asymetryczne, z wyraźnie wyższym ryzykiem silniejszego wzrostu CPI niż niższego wskaźnika. W przypadku eskalacji konfliktu doszłoby nie tylko do silniejszego wzrostu cen ropy naftowej, ale także silniejszego rozszerzania się wzrostu cen na pozostałe towary i surowce oraz silniejszego wzrostu cen złotych surowców i zaopatrzenia przy prawdopodobnym osłabieniu kursu złotego.

W 2026 r. inflacja CPI blisko 3,5% r/r, w 2027 oczekiwane obniżenie w kierunku 2,5%



Kluczowe dla materializacji scenariusza spadki cen ropy naftowej oraz utrzymanie programu CPN

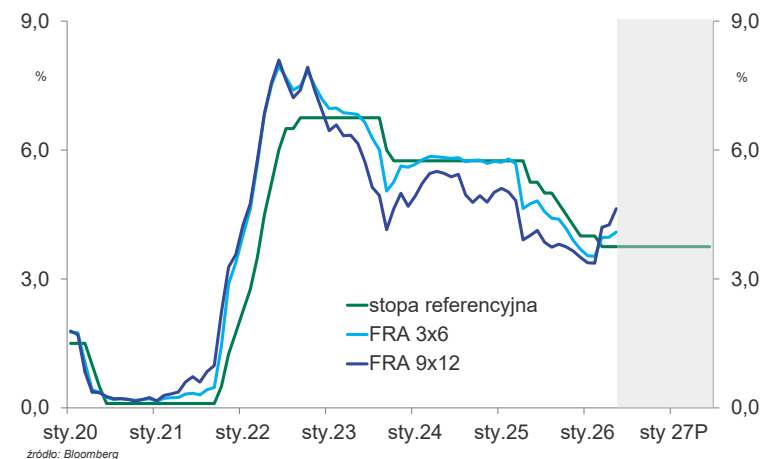




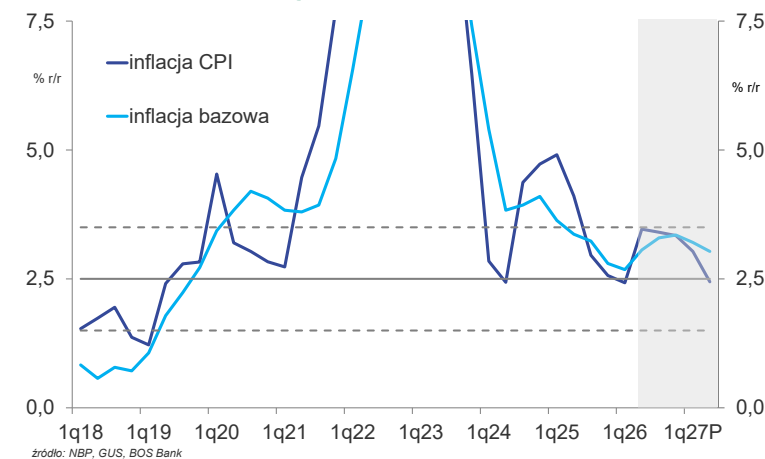
...co pozwoli na utrzymanie stabilnych stóp NBP...

- Wzrost cen ropy naftowej w marcu poskutkował zmianą prognozowanej ścieżki inflacji zamykając w 2026 r. opcję poluzowania polityki monetarnej przez RPP.
- Kontrakty FRA wyceniają obecnie blisko 100 pkt. baz. podwyżki stóp procentowych w perspektywie 12 miesięcy.
- Biorąc pod uwagę nasz bazowy scenariusz inflacyjny, tj. utrzymanie inflacji CPI poniżej 3,5% w 2026 r. oraz powrót inflacji CPI w kierunku celu inflacyjnego NBP (2,5%) w połowie 2027 r., oczekujemy utrzymania bieżącego poziomu stóp NBP w perspektywie najbliższych 12 miesięcy.
- Biorąc pod uwagę notowane obniżenie dynamiki wynagrodzeń, mocny kurs złotego, wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego w porównaniu do prognoz sprzed wybuchu wojny uważamy, że RPP będzie ostrożna w podejmowaniu decyzji o podwyżkach stóp procentowych, podobnie jak ma to miejsce w przypadku głównych banków centralnych. Jako takie odczytujemy także wypowiedzi członków Rady, w tym wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej po majowym posiedzeniu Rady.
- Jednocześnie przy wysokim ryzyku scenariuszy negatywnych dot. rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz niepewności dot. skali przekładania się wyższych cen ropy naftowej, nawozów na inflację ryzyko dla prognozy bazowej w najbliższych kwartałach uważamy jako asymetryczne, z wyższym ryzykiem wyższych stóp procentowych. Tak też odczytujemy pojawiające się wypowiedzi członków RPP dot. ewentualnego zaostrzenia polityki pieniężnej, jako wskazanie na takie ryzyko gdyby materializował się scenariusz pesymistyczny.

Oczekujemy stabilnych stóp procentowych NBP...



...zakładając że inflacja CPI utrzyma się poniżej 3,5% r/r, a w 2027 r. zacznie się obniżać

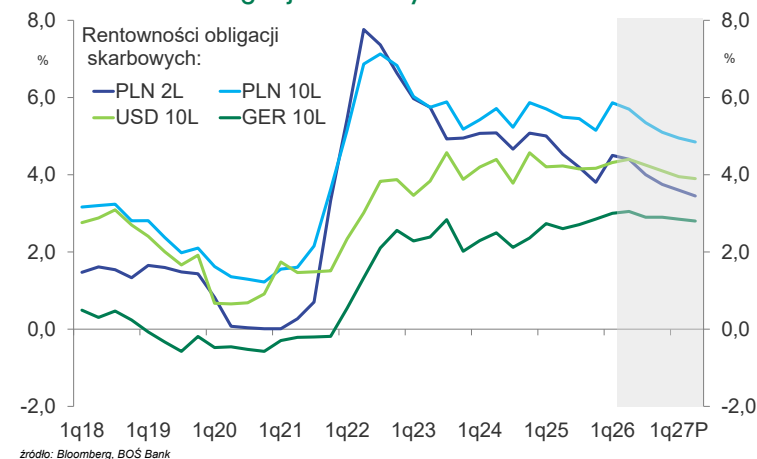




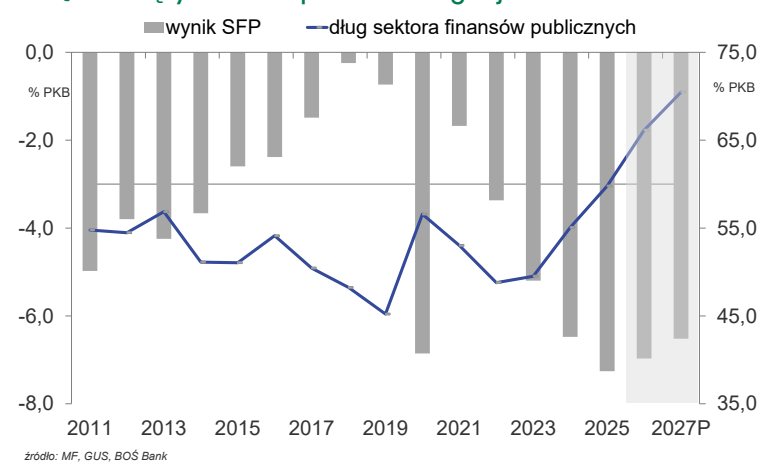
...i powinno poskutkować obniżeniem rentowności obligacji skarbowych

- Przy założeniu naszego scenariusza bazowego dot. stóp NBP oraz oczekując obniżenia rentowności obligacji na rynkach bazowych, oczekujemy obniżenia rentowności w II poł. br. w kierunku 3,75% dla papierów 2-letnich i 5,15% dla 10-letnich.
- Sytuacja w cieśninie Ormuz oraz ceny surowców pozostanie w najbliższych tygodniach kluczowa dla scenariusza rynku stóp procentowych.
- Co ważniejsze, ewentualna materializacja scenariusza negatywnego, tj. dłuższego konfliktu i mocniejszych wzrostów cen surowców byłaby dla krajowego rynku obligacji szczególnie istotna. O ile bowiem w sytuacji dłuższego konfliktu prawdopodobny wzrost globalnej premii za ryzyko sprzyjałby papierom na rynkach bazowych, to ten sam efekt byłby dodatkowym czynnikiem (poza scenariuszem inflacyjnym) ciążącym cenom krajowych obligacji skarbowych, szczególnie w przypadku papierów o dłuższym terminie zapadalności.
- W dalszym ciągu także kwestia wysokiego poziomu długu publicznego i znaczących podaży papierów skarbowych zarówno na rynkach bazowych, jak i na rynku krajowym będzie podwyższać premię terminową i rentowności papierów o dłuższym terminie zapadalności. Z tego względu oczekujemy że w 2026 r. krzywa dochodowości pozostanie wystromiona.
- Ryzyko wzrostu podaży papierów skarbowych szczególnie mocno wzrosłoby w scenariuszu negatywnym, silnie negatywnie wpływającym na sytuację fiskalną (spowolnienie aktywności i słabsze dochody, potencjalnie wyższe wydatki z tytułu działań ośłonowych wobec wzrostu kosztów energii, wzrost kosztów obsługi długu w sytuacji wyższych stóp NBP i wzrostu globalnej awersji do ryzyka). Nawet w scenariuszu bazowym oczekujemy bowiem, że dopiero w 2028 r. deficyt SFP obniży się poniżej poziomu 6,0% PKB.

W scenariuszu bazowym potencjał do korekty rentowności obligacji skarbowych



Sytuacja fiskalna i wysokie podaże w długim okresie będzie ciżyć cenom polskich obligacji



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,6	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,2	3,6	3,7
Popyt krajowy	% r/r	3,5	-2,8	8,6	4,8	-3,0	4,8	4,2	4,0
Spożycie indywidualne	% r/r	3,3	-3,4	6,2	5,0	-0,3	2,9	3,7	3,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	7,5	-3,0	1,5	1,7	12,7	0,4	4,4	8,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	1,1	0,8	-1,7	0,5	3,2	-1,6	-0,6	-0,3
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	2,4	-1,3	-2,2	1,6	0,3	-0,9	-1,4
	mld EUR	-1,4	12,6	-7,8	-14,9	11,6	2,6	-7,9	-13,4
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	16,3	18,2	15,9	16,2	16,7	12,6	15,8	19,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,4	6,0	6,4	5,4	5,2	5,1	5,4	6,0
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,2	-1,0	0,4	2,2	0,6	0,2	-0,1	-0,1
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,3	8,8	12,1	12,7	13,7	8,7	6,8
	% r/r, real.	4,8	1,9	3,6	-2,0	1,2	9,8	4,9	3,6
Inflacja CPI	% r/r, śr.	2,3	3,4	5,1	14,4	11,4	3,6	3,6	3,2
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	2,0	3,9	4,1	9,1	10,2	4,3	3,3	3,1
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-0,7	-6,9	-1,7	-3,4	-5,2	-6,4	-7,3	-6,9
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	45,2	56,6	53,0	48,8	49,5	54,8	59,5	65,4
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00	3,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	0,50	2,25	7,25	6,25	6,25	4,50	4,25
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,00	1,25	6,25	5,25	5,25	3,50	3,25
WIBOR 3M	%, k.o.	1,71	0,21	2,54	7,02	5,88	5,84	3,99	3,85
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,43	0,01	3,33	6,63	4,95	5,08	3,80	3,75
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	1,79	0,41	3,93	6,83	5,00	5,48	4,55	4,65
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,10	1,22	3,62	6,83	5,18	5,87	5,15	5,15
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,23	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,80	3,76	4,06	4,40	3,94	4,10	3,60	3,70
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,92	4,26	4,45	4,77	4,68	4,54	4,54	4,59
założenia zewnętrzne		2019	2020	2020	2021	2023	2024	2025	2026
PKB – USA	% r/r	2,6	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8	2,1	1,9
PKB – strefa euro	% r/r	1,6	-6,2	6,3	3,7	0,5	0,9	1,5	0,7
PKB – Chiny	% r/r	6,1	2,0	8,6	3,2	5,4	5,0	5,0	4,6
Inflacja CPI – USA	% r/r, śr.	1,9	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,7	3,5
Inflacja HICP – strefa euro	% r/r, śr.	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,4	2,1	2,9
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	3,75	3,75
SOFR ON	%, k.o.	-	-	-	-	5,38	4,49	3,71	3,65
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,92	0,91	1,51	3,88	3,88	4,57	4,17	4,10
Stopa depozytowa EBC	%, k.o.	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00	2,25
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	2,25
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,19	-0,58	-0,19	2,56	2,02	2,36	2,85	2,90
Stopa SNB	%, k.o.	-0,75	-0,75	-0,75	1,00	1,75	0,50	0,00	0,00
SARON	%, k.o.	-	-	-	-	1,46	1,28	0,12	-0,05
USD/EUR	USD, k.o.	1,12	1,22	1,14	1,07	1,10	1,04	1,17	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	64,1	42,3	70,4	99,8	82,6	80,7	69,0	93,6

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gt. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

** górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

2026-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	3,8	4,1	3,4	3,6	3,7	4,1	3,3	3,4
Popyt krajowy	% r/r	3,9	4,6	3,1	4,0	3,9	4,7	3,6	3,4
Spożycie indywidualne	% r/r	3,5	4,3	4,0	3,3	3,2	3,0	3,3	3,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,8	6,6	0,5	8,7	10,5	11,9	8,1	5,6
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-0,1	-0,5	0,3	-0,4	-0,3	-0,6	-0,4	0,1
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-1,3	-1,4	-1,4	-1,3
	mld EUR	-5,2	-0,1	-0,4	-3,3	-8,3	-1,3	-0,7	-2,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,6	5,7	6,1	5,9	6,0	6,1	6,3	5,9
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,3
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	7,5	8,5	6,7	7,0	6,9	6,7	6,7	6,6
	% r/r, real.	4,4	5,8	4,2	3,4	3,3	3,3	3,5	4,1
Inflacja CPI	% r/r, śr.	3,0	2,6	2,4	3,5	3,4	3,3	3,0	2,5
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	3,2	2,8	2,7	3,1	3,3	3,4	3,2	3,1
Stopa referencyjna NBP	% k.o.	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa kredytu lombardowego NBP	% k.o.	5,25	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Stopa depozytowa NBP	% k.o.	4,25	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	% k.o.	4,72	3,99	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,75
Obligacje skarbowe 2L	% k.o.	4,19	3,80	4,50	4,40	4,00	3,75	3,60	3,45
Obligacje skarbowe 5L	% k.o.	4,84	4,55	5,25	5,25	4,90	4,65	4,50	4,35
Obligacje skarbowe 10L	% k.o.	5,46	5,15	5,86	5,75	5,35	5,15	5,00	4,90
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,27	4,23	4,29	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN, k.o.	3,63	3,60	3,74	3,62	3,65	3,70	3,70	3,70
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,56	4,54	4,68	4,64	4,63	4,59	4,59	4,58

założenia zewnętrzne		3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	1q27	2q27
PKB – USA	% r/r	2,3	2,0	2,7	2,1	1,3	1,6	1,6	1,7
PKB – strefa euro	% r/r	1,4	1,2	0,7	0,7	0,6	0,7	0,9	1,1
PKB – Chiny	% r/r	4,8	4,5	5,0	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3
Stopa funduszy federalnych Fed*	% k.o.	4,25	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
SOFR ON	% k.o.	4,24	3,71	3,68	3,65	3,65	3,65	3,65	3,40
Obligacje USA 10L	% k.o.	4,15	4,17	4,32	4,40	4,25	4,10	3,95	3,90
Stopa depozytowa EBC	% k.o.	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
EURIBOR 3M	% k.o.	-	-	-	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Obligacje GER 10L	% k.o.	2,71	2,85	3,00	3,05	2,90	2,90	2,85	2,80
Stopa SNB	% k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
SARON	% k.o.	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
USD/EUR	USD, k.o.	1,17	1,17	1,16	1,18	1,17	1,15	1,15	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	69,0	63,6	80,6	115,4	93,3	85,0	80,0	75,0

% r/r – procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. – przeciętnie w okresie

k.o. – na koniec okresu

real. – po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, 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, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.

2026-05-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne