

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 maja 2026

RPP utrzymała stopy procentowe i lekko zaostriżyła przekaz. Na rynku wciąż wyczekiwany pokój na Bliskim Wschodzie.

- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia [RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian](#), w tym stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Podczas konferencji prasowej przekaz prezesa Glapińskiego był nieco bardziej „jastrzębi”, prezes wskazał na ryzyko podwyżki stóp procentowych. W naszej ocenie te wypowiedzi były jednak w większym stopniu korektą po stosunkowo łagodnych wypowiedziach miesiąc wcześniej (kiedy utrzymana została opcja redukcji stóp, gdyby poprawiła się sytuacja na rynku surowców), niż chęcią wskazania na wyraźny wzrost prawdopodobieństwa scenariusza podwyżki. Podczas konferencji prezes wskazał, że podwyżka stóp mogłaby nastąpić w sytuacji trwalszego wzrostu inflacji CPI powyżej 3,5% r/r oraz prognoz średniokresowych utrzymania inflacji powyżej celu inflacyjnego Rady. O ile przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie podwyższa prognozy inflacji w bieżącym roku, to przy założeniu, że w kolejnych tygodniach utrzymane zostaną niższe stawki podatków na paliwa, prawdopodobieństwo takiego scenariusza w naszej ocenie jest niższe niż 50%. W tych warunkach podtrzymujemy naszą prognozę bazową stabilnych stóp procentowych NBP w 2026 r, przy ryzyku podwyżki, gdyby na rynkach surowców nastąpiły mocniejsze wzrosty cen.
- Sytuacja na krajowym rynku stopy procentowej wydaje się potwierdzać ograniczony wpływ zmiany akcentów w retoryce RPP. Przy sprzyjających warunkach globalnych rentowności SPW, stawki FRA oraz IRS obniżyły się w minionym tygodniu o ok. 10 pkt. baz.
- Bez wpływu na krajowe aktywa finansowe pozostała informacja o utrzymaniu przez agencję Standard&Poor’s stabilnej oceny długoterminowego ratingu Polski w walucie obcej na poziomie "A-" wraz ze stabilną perspektywą.
- W minionym tygodniu impas w relacjach USA - Iran utrzymywał się. Choć działania stricte militarne pozostały ograniczone, to nie pojawiły się żadne nowe informacje zwiększające prawdopodobieństwo szybkiego zakończenia konfliktu i odblokowania cieśniny Ormuz. W trakcie tygodnia oczekiwania na takie rozwiązanie wzrosły po wypowiedziach prezydenta Trumpa o możliwym osiągnięciu porozumienia jeszcze przed jego wizytą w Chinach, ale w drugiej części tygodnia brak konkretnych działań ograniczał te oczekiwania, a weekendowe wypowiedzi Trumpa dot. „nieakceptowalnych propozycji pokojowych Iranu” jeszcze mocniej te nastroje osłabiły.
- W tych warunkach w trakcie tygodnia ceny ropy naftowej Brent (1-mies. kontrakty) obniżyły się okresowo lekko poniżej 100 USD/baryłkę, po czym w weekend i dziś rano wzrosły w kierunku 105 USD/baryłkę. Z drugiej strony ceny nie powróciły do poziomów z przełomu kwietnia i maja (ok. 115 USD/baryłkę), przy wciąż utrzymujących się oczekiwaniach osiągnięcia porozumienia.

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

- To przekonanie pomaga rynkom akcji. W minionym tygodniu globalny indeks MSCI wzrósł o 1,8%, przy pozytywnym efekcie publikacji korzystnych wyników finansowych największych firm amerykańskich. Indeks dla USA wzrósł o 2,2%, a dla strefy euro o 0,8%. Niższa globalna awersja do ryzyka sprzyjała także krajowej giełdzie i wzrostowi indeksu WIG o 1,3%.
- Niższe ceny ropy naftowej oraz kolejne ostrożne wypowiedzi członków rady EBC (prezes Lagarde, Nagel) dot. skali zaostrzenia polityki pieniężnej wpłynęły na lekkie ograniczenie prognoz rynkowych dot. podwyżek stóp procentowych w strefie euro. Cały czas inwestorzy jako prawie pewną oceniają podwyżkę stóp przez EBC w czerwcu (o 25 pkt. baz.), ale skala podwyżek w całym 2026 r. wyceniania jest obecnie na 63 pkt. wobec 80 pkt. przed tygodniem. W przypadku Fed te oczekiwania w minionym tygodniu nie zmieniły się, w dalszym ciągu przeważają prognozy stabilizacji stóp w całym br.
- W efekcie, rentowności obligacji skarbowych rynków bazowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości zmieniły się minimalnie (spadek o 2-3 pkt. baz.), o 5 pkt. baz. obniżyły się rentowności 2-letnich papierów niemieckich. W warunkach spadku globalnej awersji do ryzyka na wartości lekko stracił dolar (ok. 0,5% w relacji do koszyka walut), co poskutkowało wzrostem kursu euro wobec dolara bliżej poziomu 1,18 USD/EUR. Spadek globalnej awersji do ryzyka sprzyjał także notowaniom złotego, który w relacji do koszyka walut umocnił się o ok. 0,4%, przy wzmocnieniu wobec euro do ok. 4,23 PLN/EUR.
- Notowaniom dolara nie pomogły także publikacje niezłych danych dot. zatrudnienia USA. W kwietniu zatrudnienie wzrosło mocniej wobec prognoz rynkowych o 115 tys., a średnia 6-miesięczna wzrosła do blisko 55 tys. wobec 12 tys. po marcu. Stopa bezrobocia utrzymała się na marcowym poziomie 4,3%, a dynamika wynagrodzeń minimalnie wzrosła do 3,6%, pozostając generalnie na stabilnym poziomie od początku br. Mocniejsze dane z rynku pracy, przy wciąż nienajgorszych danych dot. wskaźników koniunktury ograniczają przestrzeń do obniżek stóp procentowych Fed, dla tych prognoz coraz ważniejsze będą publikacje danych dot. inflacji i efekt przekładania się wyższych cen energii na szersze miary inflacji.
- Dane z niemieckiego przemysłu z jednej strony potwierdziły bieżącą słabą koniunkturę (kolejny spadek w marcu produkcji przemysłowej), ale także lepsze perspektywy sektora w przyszłości przy dużo mocniejszym wzroście zamówień. W przypadku Europy ważną pozytywną informacją było odsunięcie do początku lipca ewentualnych podwyżek cel na towary importowane z USA, a do tego czasu administracja prezydenta oczekuje sfinalizowania umowy handlowej.
- Z danych makroekonomicznych w bieżącym tygodniu ważne będą wskaźnik inflacji CPI w USA za kwiecień oraz kwietniowe dane ze sfery realnej (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa). Z początkiem kolejnego tygodnia opublikowane zostaną dane ze sfery realnej Chin, weryfikujące jak problemy z cenami surowców przekładają się na „twarde” dane z gospodarki po bardzo mocnych wynikach na początku br.
- W Polsce opublikowany zostanie szacunek *flash* dynamiki PKB w I kw. 2026 r. Oczekujemy mocnego obniżenia tej dynamiki z uwagi na bardzo niekorzystne warunki atmosferyczne i okresowe silne osłabienie inwestycji budowlanych. Ponadto GUS opublikuje ostateczny szacunek inflacji CPI za kwiecień (3,2% r/r

wg szacunku *flash*), a struktura danych zweryfikuje tezę dot. czynników wpływających na kwietniowy wzrost inflacji bazowej.

- Oczywiście, tak jak w minionych 10 tygodniach, zdecydowanie pierwszorzędne znaczenie dla sytuacji rynkowej będą miały wszelkie informacje dot. sytuacji na Bliskim Wschodzie, przede wszystkim tych dot. szans na otwarcie cieśniny Ormuz.
- Dodatkowo z informacji geopolitycznych niewątpliwie uwaga rynkowa będzie skupiała się wokół wizyty prezydenta Trumpa w Chinach (14-15 maja). Zgodnie z informacjami administracji USA poza kwestią relacji handlowych, podczas wizyty w Chinach prezydent USA zamierza poruszyć kwestie wsparcia Pekinu dla Iranu i Rosji, a także rosnącego chińskiego arsenału jądrowego.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **PKB w I kw. 2026 r. – szacunek wstępny (14 maja)**

Prognozujemy, że w I kw. 2026 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła 3,3% r/r, wyraźnie poniżej 4,1% r/r w IV kw.

Dominującym powodem tego spadku jest okresowe obniżenie dynamiki nakładów brutto na środki trwałe z uwagi na bardzo niekorzystne warunki atmosferyczne i bardzo słabe wyniki budownictwa na początku br.

Przy lekkim pogorszeniu wskaźników handlu detalicznego oczekujemy minimalnego obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych, przy stabilnej sytuacji dochodowej i solidnych oszczędnościach gospodarstw domowych.

		1q25	2q25	3q25	4q25	1q26P
PKB		3,2	3,3	3,8	4,1	3,3
popyt krajowy		4,2	4,3	3,9	4,6	2,9
konsumpcja prywatna	% r/r	2,6	4,5	3,5	4,3	4,0
spożycie publiczne		1,9	2,5	8,1	7,7	3,0
inwestycje		5,9	-2,5	6,8	6,6	0,5
konsumpcja prywatna		1,6	2,6	2,0	2,1	2,4
spożycie publiczne		0,4	0,5	1,6	1,7	0,6
inwestycje	kontrybucja pkt. proc.	0,8	-0,4	1,1	1,5	0,1
zapasy		1,2	1,3	-1,0	-0,9	-0,3
eksport netto		-0,8	-0,8	0,1	-0,3	0,6
wartość dodana		2,3	3,0	3,4	3,7	3,1
przemysł		1,2	1,7	4,7	4,2	3,3
budownictwo	% r/r	1,0	-0,2	0,3	5,0	-3,3
handel i naprawy		1,8	6,0	4,2	5,1	3,8

Źródła: GUS, BOŚ Bank

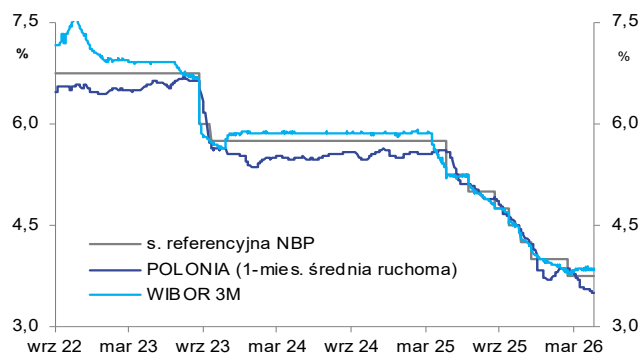
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 12 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	kwi	3,3% r/r	3,4% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	kwi	2,6% r/r	2,7% r/r	-
środa 13 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	mar	0,4% m/m	0,3% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (rew.)	I kw.	0,2% kw/kw(wst.)	-	-
czwartek 14 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)	I kw.	4,1% r/r	3,6% r/r	3,3% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	kwi	1,7% m/m	1,4% m/m	-
piątek 15 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	kwi	3,2% r/r (wst.)	-	3,2% r/r
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	mar	-0,990 mld EUR	-1,050 mld EUR	-1,524 mld EUR
15:15	US	Produkcja przemysłowa	kwi	-0,5% m/m	0,1% m/m	-
poniedziałek 18 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	kwi	5,7% r/r	5,4% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	kwi	1,7% r/r	2,4% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	kwi	1,7% r/r	1,9% r/r	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	kwi	2,7% r/r	-	3,0% r/r**

*prognoza sprzed publikacji flash CPI, **szacunek na podstawie danych z flash CPI w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

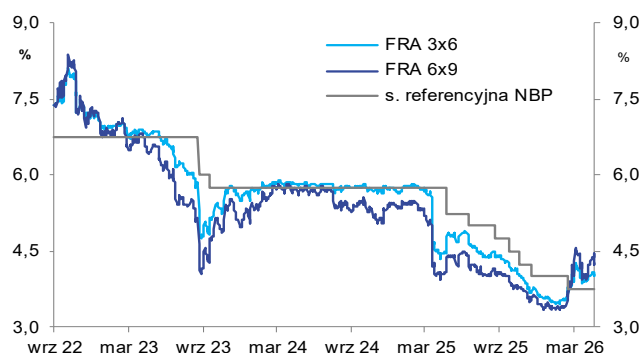
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



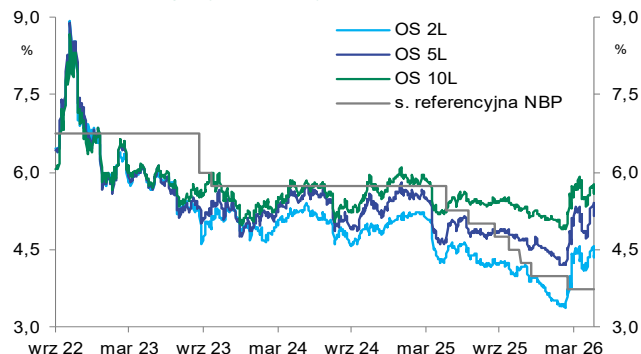
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



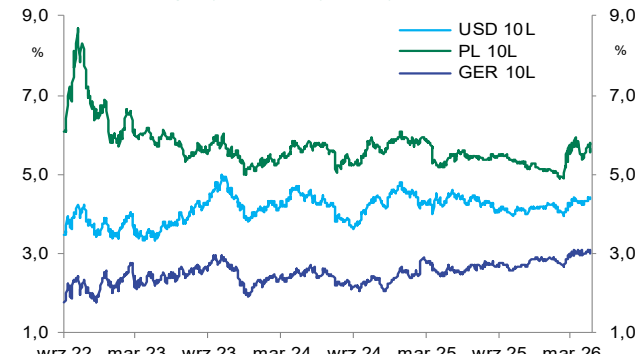
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



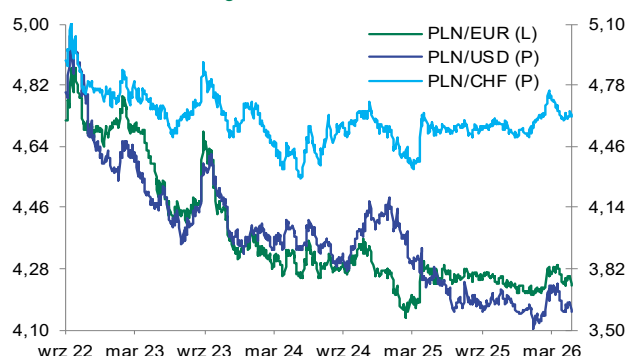
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



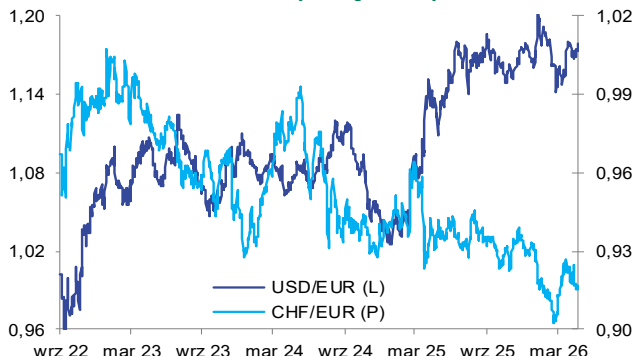
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



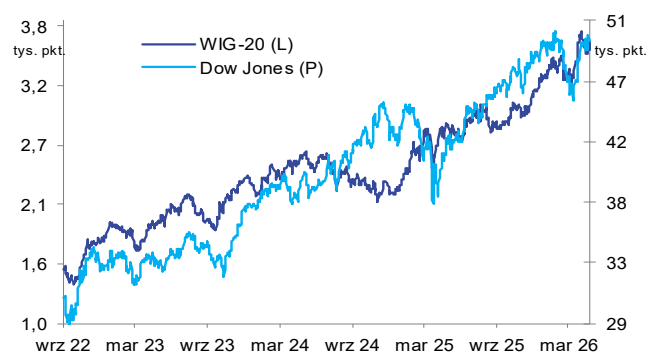
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



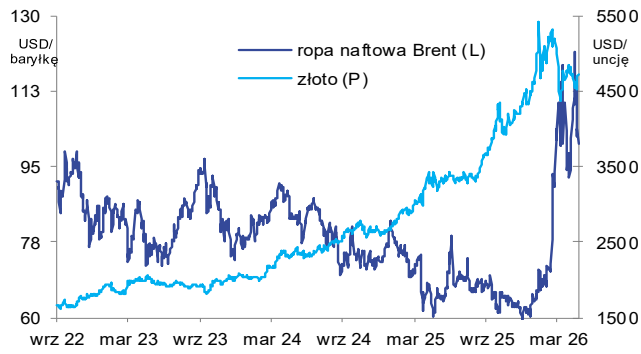
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

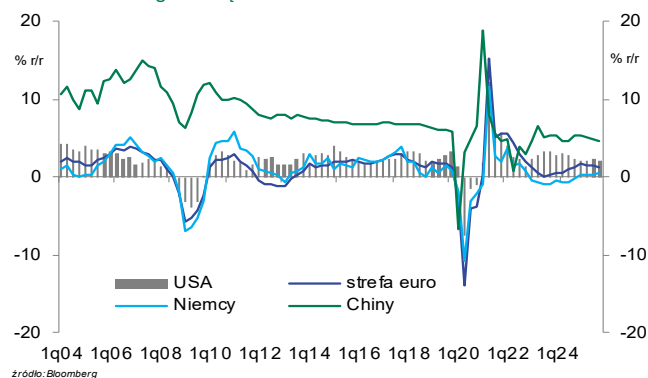
Ceny surowców



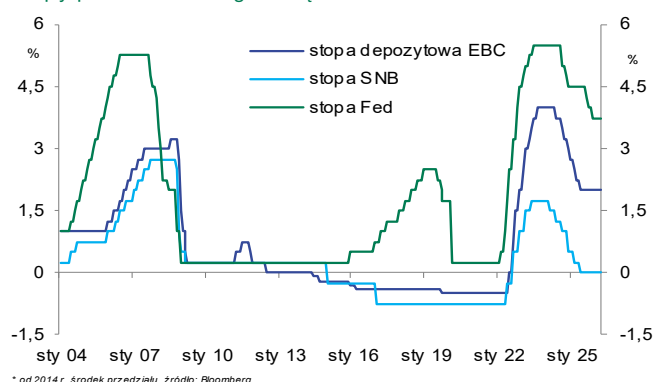
źródło: Bloomberg

Sfera realna

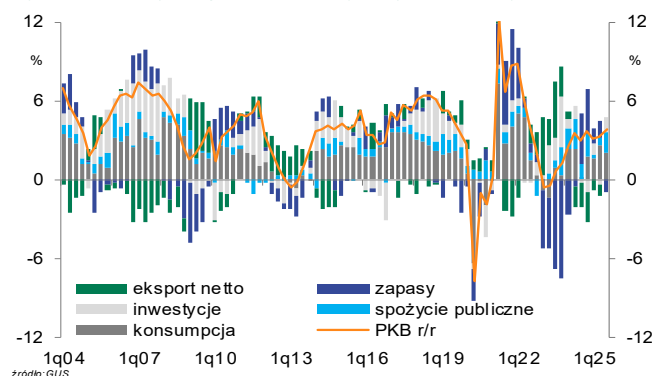
Wzrost PKB za granicą



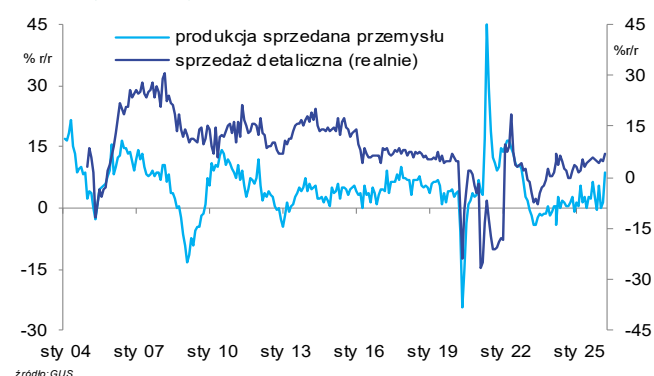
Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



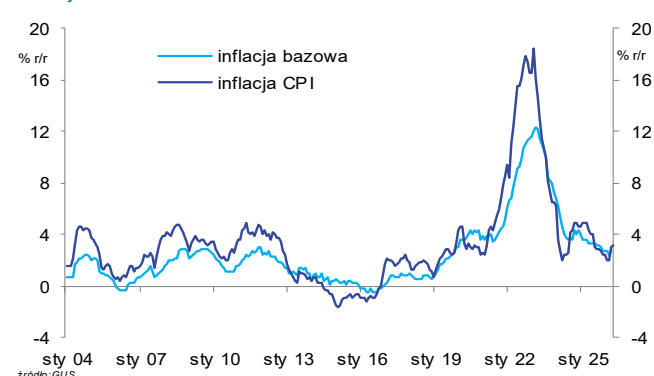
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



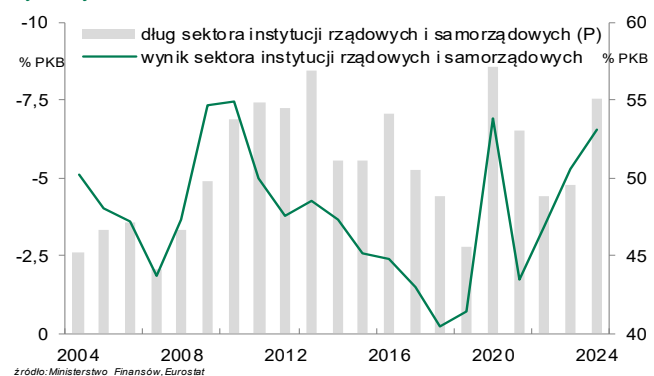
Rynek pracy



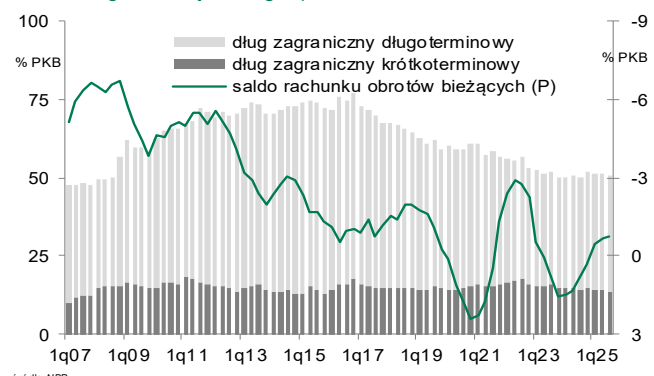
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2026	01.05.2026	08.05.2026	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	4,08	4,07	-	-	-
FRA 6x9	%	4,39	4,39	4,29	-	-	-
FRA 9x12	%	4,60	4,60	4,47	-	-	-
IRS 2L	%	4,48	4,48	4,38	-	-	-
IRS 5L	%	4,59	4,59	4,47	-	-	-
IRS 10L	%	4,81	4,81	4,70	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,60	4,53	4,40	4,35	4,25	3,95
Obligacje skarbowe 5L	%	5,40	5,33	5,16	5,25	5,15	4,85
Obligacje skarbowe 10L	%	5,50	5,72	5,65	5,50	5,40	5,20
PLN/EUR	PLN	4,25	4,26	4,23	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,60	3,65	3,59	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	1,18	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	4,37	4,35	4,20	4,15	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,00	3,03	3,00	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.