Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 maja 2026

Silne osłabienie notowań obligacji – trwający impas w rozmowach pokojowych na Bliskim Wschodzie podsyca obawy przed inflacją i wyższymi stopami.

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

- Miniony tydzień przyniósł skokowy wzrost rentowności obligacji na światowych rynkach podsycony nasileniem obaw rynkowych przed trwalszym wzrostem inflacji i większą skalą wzrostu stóp procentowych banków centralnych. Przyczyną tego był impas w rozmowach pokojowych między USA a Iranem i perspektywa utrzymania blokady cieśniny Ormuz, co podbijało w trakcie minionego tygodnia ceny ropy naftowej.

- Trend wzrostowy rentowności obligacji nabrał impetu w ostatni piątek w reakcji na powrót cen ropy Brent powyżej 110 dolarów za baryłkę (kontrakty 1M) m.in. w reakcji na brak zbliżenia między USA i Iranem. Konkretów ws. pokoju nie przyniosła też wizyta D. Trumpa w Chinach na co - wydaje się - liczyli uczestnicy rynku. Generalnie wizyta prezydenta USA nie przyniosła przełomu w żadnym obszarze (handlowym czy geopolitycznym w Azji południowo-Wschodniej).

- Jednocześnie osłabienie obligacji podsycały wyższe od oczekiwań dane inflacyjne na świecie – kwietniowe indeksy CPI (3,8% r/r) inflacji bazowej (2,8% r/r) oraz PPI (6% r/r) w USA, a także wysoki odczyt PPI w Japonii.

- Perspektywa trwalszej podwyższonej inflacji w warunkach wyższych cen surowców nasiliła oczekiwania dot. zaostrzenia polityki monetarnej przez główne banki centralne. W przypadku Fed rynki dyskontowały pod koniec minionego tygodnia podwyżkę stóp o 25 pkt. baz. w grudniu z 60% prawdopodobieństwem (najwyższy dotychczas poziom). W przypadku EBC powróciły oczekiwania na 3 podwyżki stóp EBC łącznie o 75 pkt. baz. do końca roku. Rynki oczekują też w tym roku podwyżki stóp o 25 pkt. baz. w Szwajcarii. Przy tej okazji warto odnotować fakt zatwierdzenia przez Senat kandydatury Kevina Warsha na prezesa Fed, co otwiera mu drogę do objęcia stanowiska pod koniec maja. Jednocześnie fakt ten nie miał istotnego wpływu na rynki.

- W warunkach bieżącego wzrostu cen ropy i obaw przed utrwaleniem podwyższonej inflacji skokowo wzrosły rentowności obligacji na rynkach bazowych. W USA rentowności obligacji 10-letnich wzrosły w skali tygodnia o 2 pkt. baz. do sięgając blisko 4,60% (najwyższy poziom od stycznia tego roku). Z kolei rentowności niemieckich 10-latek wzrosły o 16 pkt. baz. do 3,17% - najwyższego poziomu od blisko 15 lat.

- W minionym tygodniu, tradycyjnie już w warunkach wzrostu notowań ropy naftowej dolar zyskał na wartości – o blisko 1% w skali tygodnia, a wartość dolara w relacji do euro wzrosła do blisko 1,16 dolara za euro na koniec tygodnia.

- Na rynkach akcji miniony tydzień przyniósł spadek indeksów w końcówce tygodnia, niemniej po tym jak ceny akcji rosły w pierwszej połowie tygodnia (dobre wyniki spółek, nawracający „efekt AI") w skali całego tygodnia główne indeksy zanotowały stabilizację lub ograniczony spadek. I tak globalny indeks MSCI nie zmienił się w skali tygodnia, indeks dla USA nawet symbolicznie wzrósł

Klauzula poufności: BOŚ jawne

(0,2%), natomiast spadki odnotowały indeksy dla EMU (-1,1%) i dla rynków wschodzących (-1,5%).

- Krajowy rynek finansowy podążał za rynkami zagranicznymi. Najsilniejsza była reakcja na rynku złotowych obligacji, których rentowności skokowo wzrosły na całej długości krzywej dochodowości. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły o blisko 30 pkt. baz., zaś rentowności papierów 5- i 10-letnich powyżej 30 pkt. baz. W przypadku tych ostatnich – do blisko 6% - najwyższego poziomu od stycznia 2025 r. Wzrostowi rentowności obligacji towarzyszył zbliżony w skali wzrost notowań IRS, a także wzrost notowań FRA, które odzwierciedliły w notowaniach ryzyko podwyższenia stóp NBP do końca bieżącego roku o 75 pkt. baz.

- Mniej podatne na pogorszenie nastrojów na rynkach zagranicznych były polski złoty i krajowy rynek akcji. Kurs złotego w relacji do koszyka walut osłabił się o 0,5% w skali tygodnia, w tym wobec euro o ok. 2 gr. do 4,25 PLN/EUR i o ok. 5 gr. wobec dolara w okolice 3,65 USD/EUR.

- Na warszawskiej giełdzie WIG zanotował nawet tygodniowy wzrost o blisko 1% do czego przyczyniły się wzrosty z początku tygodnia.

- Publikacje danych z krajowej gospodarki – wstępnego szacunku PKB za I kw. oraz ostatecznego szacunku CPI za kwiecień nie wpłynęły na notowania krajowych aktywów finansowych.

- Publikacja szacunku *flash* nt. PKB za I kw. wskazała na osłabienie aktywności polskiej gospodarki z początkiem roku. Wzrost gospodarczy osłabił się do 3,4% r/r wobec 4,1% r/r w IV kw. 2025 r. Przy okazji publikacji szacunku *flash* GUS nie publikuje struktury PKB. Sądzimy, że osłabienie wzrostu gospodarczego było w decydującym stopniu efektem okresowego spowolnienia inwestycji w gospodarce, głównie za sprawą ostrej zimy, co spowodowało okresowy zastój w budownictwie, a także efektów statystycznych (osłabienie po kumulacji kwartał wcześniej i wysoka baza odniesienia sprzed roku). Szacujemy, że słabsze nakłady inwestycyjne obniżyły w I kw. wzrost PKB o blisko 1,5 pkt. proc. Sądzimy, że w kolejnych kwartałach inwestycje ponownie wyraźnie przyspieszą dzięki wygaśnięciu negatywnego wpływu niekorzystnej pogody oraz kumulacji wykorzystania środków unijnych. Oczekujemy, że inwestycje w kolejnych kwartałach będą mocno rosnąć (blisko 8,5% w całym roku) i będą w tym roku kluczowym motorem wzrostu aktywności krajowej gospodarki. Prognozujemy, że w całym 2026 r. PKB wzrośnie o 3,7%, choć podwyższone ryzyka geopolityczne na Bliskim Wschodzie stanowiące istotny czynnik ryzyka dla koniunktury światowej jest istotnym źródłem niepewności.

- Publikacja ostatecznego szacunku CPI za kwiecień i dzisiejsza publikacja inflacji bazowej potwierdziły oczekiwania na spory kwietniowy wzrost inflacji bazowej – do 3,0% r/r wobec 2,7% r/r w marcu. Wynikał on z kombinacji różnych czynników: m.in. wzrostu cen administrowanych (opłaty za wywóz śmieci, za wodę i kanalizację), indeksacji abonamentów komórkowych, czy efektów statystycznych. Po części tylko wynikał on z bezpośredniego wpływu na ceny dóbr i usług spowodowanego kryzysem w Zatoce Perskiej wzrostu cen paliw (wzrost cen biletów lotniczych i transportu drogowego).

- Przy naszym scenariuszu inflacyjnym, w którym wskaźnik CPI nie powinien trwale przekroczyć poziomu 3,5% aktualny pozostaje nasz scenariusz stabilizacji stóp NBP w tym roku, choć bilans ryzyka ciąży w kierunku wyższych stóp. W takim

duchu wypowiadali się w minionym tygodniu członkowie RPP (Kotecki, Litwiniuk, Zarzecki). H. Wnorowski podkreślił ponadto, że przekroczenie przez wskaźnik CPI poziomu 3,5% nie powinno automatycznie oznaczać podwyżki stóp NBP.

- Początek bieżącego tygodnia przyniósł lekkie pozytywne odreagowanie na rynkach finansowych po pogorszeniu nastrojów pod koniec minionego tygodnia. Pozytywnym aspektem może być przedłużenie rozejmu między Izraelem a Libanem o kolejne 45 dni. Natomiast niezmiennie kluczowym dla sytuacji rynkowej pozostaje przełamanie dotychczasowego impasu w rozmowach USA – Iran z otwarciem perspektywy udrożnienia transportu przez cieśninę Ormuz. Tutaj z kolei kluczowym pozostaje zbliżenie stanowisk stron ws. przyszłości programu nuklearnego Iranu (kwestia oddania przez Iran posiadanego wzbogaconego uranu czy długość moratorium na program atomowy w Iranie) oraz oczywiście uniknięcie wznowienia konfliktu zbrojnego, czym w weekend ponownie zagroził prezydent Trump w sytuacji, gdyby rozmowy pokojowe nie przyniosły postępów.

- Z publikacji danych makroekonomicznych najistotniejszym będzie seria wstępnych odczytów PMI za maj w USA i strefie euro oraz publikacja Ifo w Niemczech. Kwietniowe wyniki wskazały na stabilną aktywność gospodarczą w USA i wyraźne osłabienie nastrojów w strefie euro, w tym w Niemczech. Majowe wskaźniki dadzą ogląd sytuacji w warunkach przedłużającego się okresu podwyższonych cen paliw i narastających wyzwań w zakresie ciągłości dostaw energetycznych i nieenergetycznych surowców i półproduktów wydobywanych i produkowanych w krajach Zatoki Perskiej. Uwaga ta będzie tym bardziej wyostrzona, że opublikowane dzisiaj kwietniowe dane z gospodarki chińskiej (produkcja, nakłady inwestycyjne i sprzedaż detaliczna) okazały się bardzo słabe i pogorszyły obraz tej gospodarki po bardzo dobrym I kwartale.

- W Polsce poznamy szereg danych ze sfery realnej gospodarki za kwiecień – sytuacji na rynku pracy, produkcji przemysłu i budownictwa, a z początkiem kolejnego tygodnia – nt. sprzedaży detalicznej. Będą to pierwsze „twarde" dane z polskiej gospodarki za II kw.

Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

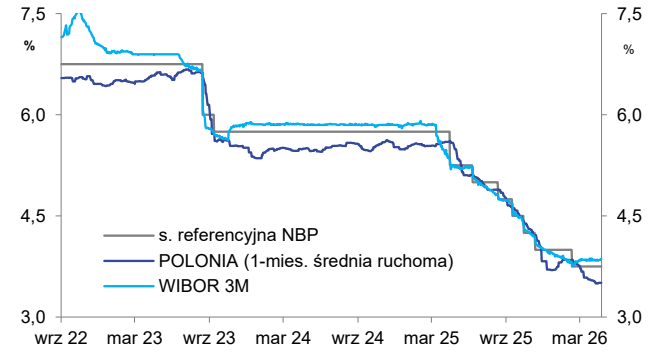
środa 20 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Publikacja *minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC	kwi	-	-	-
czwartek 21 maja			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	**PL**	**Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw**	**kwi**	**-0,9% r/r**	**-0,9% r/r**	**-0,9% r/r**
09:30	**PL**	**Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw**	**kwi**	**6,6% r/r**	**6,1% r/r**	**6,1% r/r**
09:30	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**kwi**	**9,4% r/r**	**4,2% r/r**	**4,1% r/r**
09:30	**PL**	**Wskaźnik cen w przemyśle PPI**	**kwi**	**-0,8% r/r**	**-0,1% r/r**	**0,3% r/r**
09:30	**PL**	**Produkcja budowlano-montażowa**	**kwi**	**0,4% r/r**	**1,3% r/r**	**0,0% r/r**
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	kwi	51,4 pkt.	51,2 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	kwi	46,9 pkt.	46,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	kwi	52,2 pkt.	52,2 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	kwi	47,6 pkt.	47,4 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	kwi	54,5 pkt.	54,0 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	kwi	51,0 pkt.	51,3 pkt.	-
piątek 21 maja			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
08:00	DE	Dynamika PKB (fin.)	I kw.	0,3%kw/kw (wst.)	-	-
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	maj	83,3 pkt.	85,0 pkt.	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	maj	49,8 pkt.	48,5 pkt.	-
poniedziałek 25 maja			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	**PL**	**Sprzedaż detaliczna**	**kwi**	**8,7% r/r**	**3,0% r/r**	**3,9% r/r**
14:00	**PL**	**Podaż pieniądza M3**	**kwi**	**11,5% r/r**	**11,2% r/r**	**11,0% r/r**

**szacunek na podstawie danych z flash CPI*

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

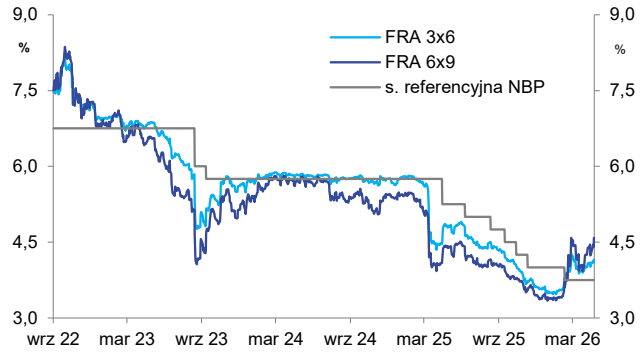
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



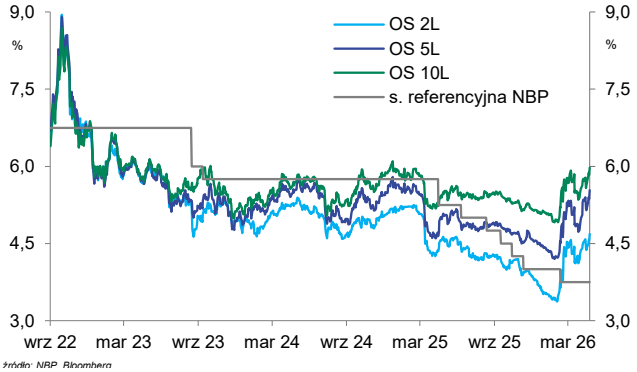
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



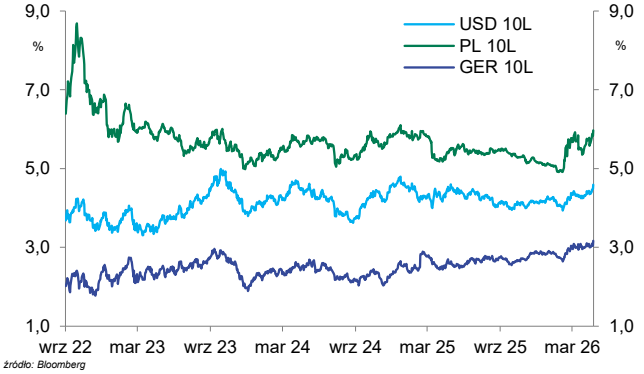
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



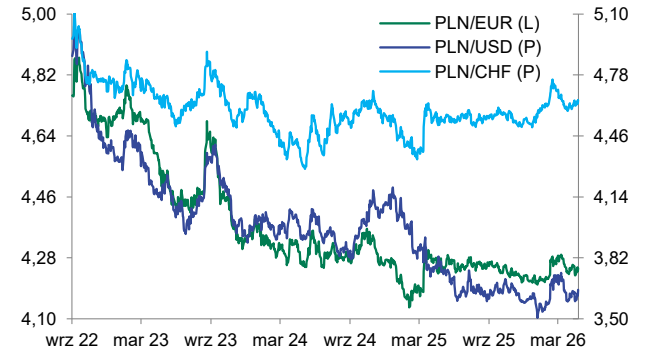
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



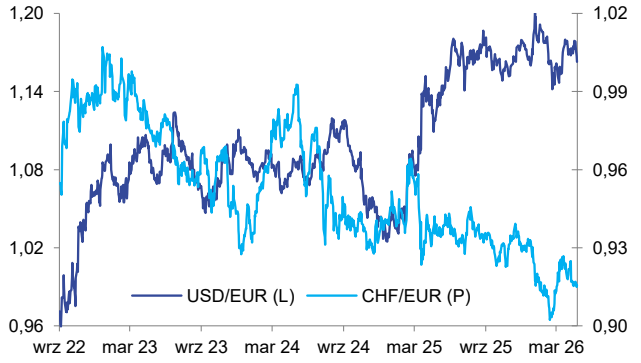
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



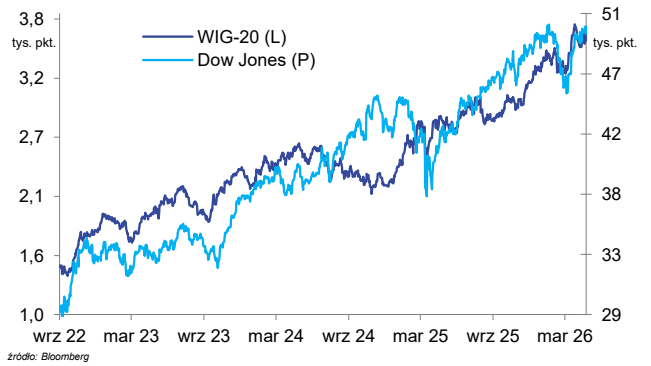
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



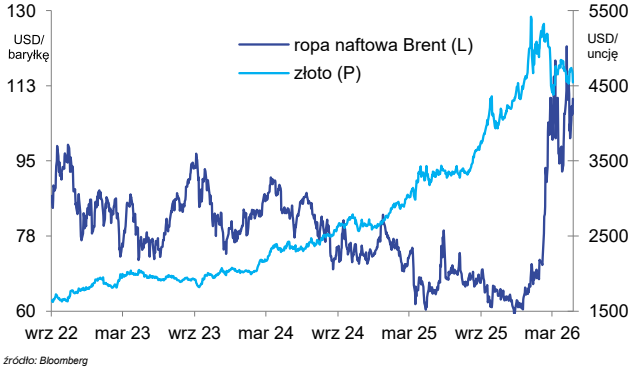
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

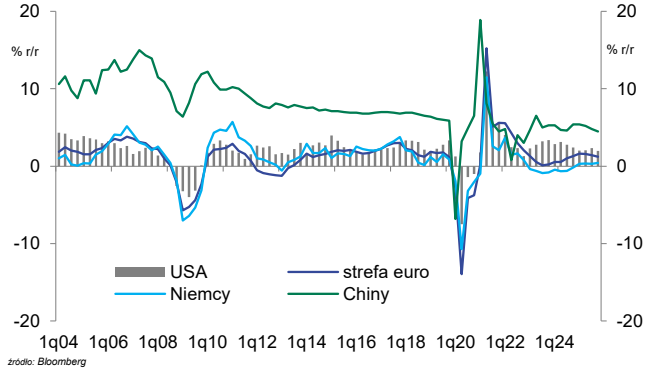
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

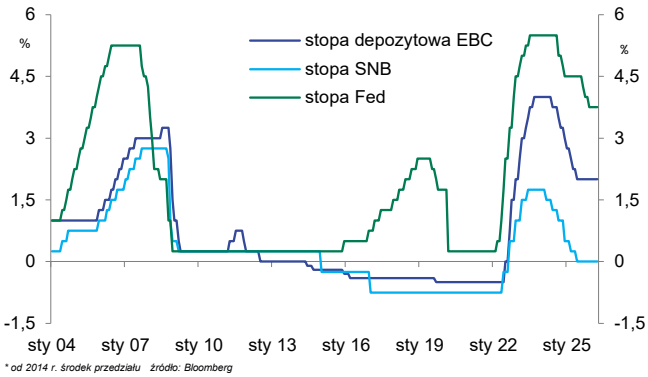
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



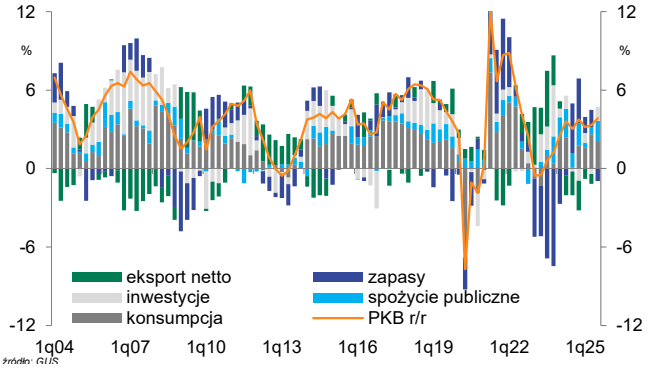
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



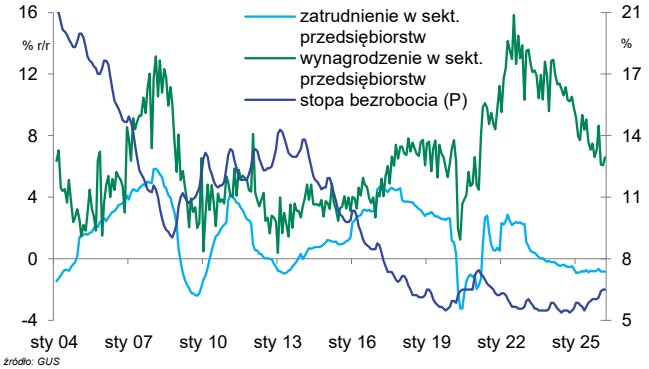
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



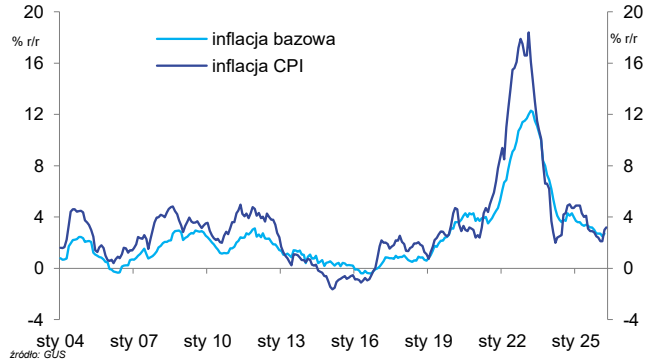
źródło: GUS

Rynek pracy



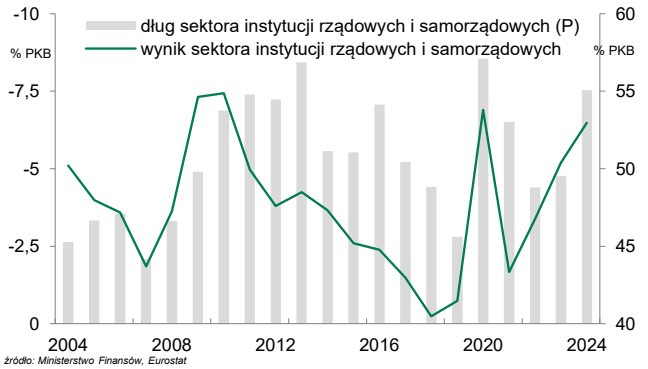
źródło: GUS

Inflacja



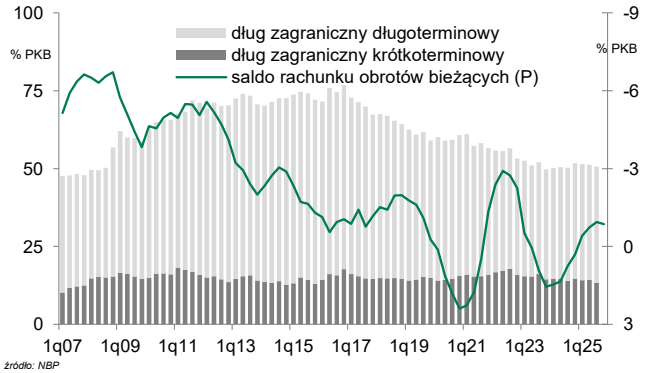
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2026	08.05.2026	15.05.2026	30.06.2026	31.07.2026	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	%	3,84	3,84	3,86	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,08	4,07	4,15	-	-	-
FRA 6x9	%	4,39	4,29	4,59	-	-	-
FRA 9x12	%	4,60	4,47	4,89	-	-	-
IRS 2L	%	4,48	4,38	4,67	-	-	-
IRS 5L	%	4,59	4,47	4,79	-	-	-
IRS 10L	%	4,81	4,70	4,99	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,53	4,40	4,69	4,25	4,15	3,95
Obligacje skarbowe 5L	%	5,33	5,16	5,53	5,10	5,00	4,80
Obligacje skarbowe 10L	%	5,72	5,65	5,97	5,50	5,40	5,20
PLN/EUR	*PLN*	4,26	4,23	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	*PLN*	3,65	3,59	3,65	3,62	3,62	3,65
PLN/CHF	*PLN*	4,62	4,62	4,65	4,64	4,64	4,63
USD/EUR	*USD*	1,17	1,18	1,16	1,18	1,18	1,17
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,37	4,35	4,59	4,30	4,25	4,15
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,03	3,00	3,17	3,00	2,95	2,90

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiejkolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.
Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.