Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

25 maja 2026

Ponownie rosną nadzieje na zawarcie pokoju na Bliskim Wschodzie. Dane z gospodarki polskiej wspierają scenariusz stabilizacji stóp NBP.

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

- Kolejny wzrost oczekiwań na osiągnięcie pokoju na Bliskim Wschodzie wsparł nastroje rynkowe, z mocnym spadkiem cen ropy naftowej w weekend w kierunku 95 USD/baryłkę (1-mies. kontrakt).

- Prezydent Trump powiedział w minioną sobotę, że porozumienie z Iranem zostało już w dużej mierze wynegocjowane, a obecnie omawiane są ostatnie szczegóły. Zapowiedział, że porozumienie doprowadzi do otwarcia cieśniny Ormuz. Media, powołujące się na osoby zapoznane z rozmowami na najwyższym szczeblu, informowały, że strony konfliktu są bliskie osiągnięcia porozumienia przedłużającego między 30 a 60 dni zawieszenie broni. W ramach tej umowy irańskie władze mają stopniowo zacząć otwierać cieśninę Ormuz, ale też zobowiązać się do podjęcia rozmów na temat rozcieńczenia lub przekazania irańskich zapasów wysoko wzbogaconego uranu. Z drugiej strony USA mają także zwolnić swoją blokadę cieśniny, rozluźnić reżim sankcyjny i częściowo odblokować zamrożone irańskie środki.

- Mniej jednoznaczne informacje popłynęły ze strony irańskiej, ponadto dalszą poprawę może hamować także niedzielna wypowiedź prezydenta USA, że amerykańska blokada irańskich portów będzie utrzymana do zawarcia porozumienia z Teheranem. Zdecydowanie pozytywną informacją jest ograniczenie prawdopodobieństwa kolejnej eskalacji działań militarnych, o których prezydent Trump mówił tydzień wcześniej.

- Na te doniesienia pozytywnie zareagował rynek stopy procentowej. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Niemczech obniżyły się w skali tygodnia o 13 pkt. baz. W Polsce rentowności obniżyły się o 13-15 pkt. baz. w zależności od terminu zapadalności. Stawki FRA spadły natomiast o 11-21 pkt. baz. a IRS o 10-16 pkt. baz. Tym samym poziomy rentowności oddaliły się od poziomów maksymalnych, w dalszym ciągu jednak pozostają sporo powyżej tych notowanych w I poł. kwietnia, co wskazuje z jednej strony na wciąż spore obawy dot. przebiegu rozmów pokojowych, z drugiej strony na spore dotychczasowe skutki zamknięcia cieśniny Ormuz na prognozy inflacji.

- W sam piątek rentowności obligacji w USA obniżyły się w sporo mniejszym stopniu (o 5 pkt. baz. w przypadku 10-latek), silniejszy nastąpił dopiero z początkiem bieżącego tygodnia. Taka sytuacja była zapewne konsekwencją publikacji w minionym tygodniu stenogramów z posiedzenia FOMC pod koniec kwietnia, których wydźwięk był bardziej „jastrzębi" wobec przekazu Powella podczas konferencji prasowej. Ponadto, utrzymanie relatywnie mocnego wskaźnika PMI w USA w maju (wg wstępnego szacunku indeks composite 51,7 pkt., minimalnie poniżej kwietniowych danych 52,0 pkt., przy dalszym ożywieniu indeksu dla przemysłu do 55,3 pkt.) wzmocniło oczekiwania stabilnej sytuacji gospodarczej przy podwyższonej inflacji (wcześniejsze publikacje). Tym samym na koniec tygodnia inwestorzy już ze 100-procentowym

prawdopodobieństwem obstawiali podwyżkę stóp w USA w 2026 r. o 25 pkt. baz. Po weekendowym zaprzysiężeniu przez prezydenta Trumpa Kevina Warsha na prezesa Fed zapewne inwestorzy będą wyczekiwali jakichkolwiek wypowiedzi, prezentujących ocenę polityki pieniężnej nowego szefa Fed.

- Z kolei publikacje danych makroekonomicznych ze strefy euro, w tym głębszy spadek majowych indeksów PMI (do 47,5 pkt. dla indeksu composite) obniżyły oczekiwaną skalę podwyżek stóp przez EBC, które na 2026 r. wynoszą 65 pkt. baz. (mniej o 10 pkt. baz. niż przed tygodniem). Po wzrostach w marcu i kwietniu, w maju zaczął już obniżać się indeks dla przemysłu, co potwierdza okresowy efekt tych wzrostów na początku wojny, niepokojąco mocno do 46,4 pkt. obniżył się indeks dla sektora usług.

- Przez większą część minionego tygodnia nastroje rynkowe pozostawały słabsze, natomiast rosnące nadzieje na pozytywne informacje z Bliskiego Wschodu wsparły w piątek rynki akcji, w efekcie w skali tygodnia globalny indeks MSCI wzrósł o 1,3%, rosnąc o 1,0% w USA oraz aż o 3,0% w strefie euro. Indeks dla rynków wschodzących wzrósł o 1,2%.

- Silniejsze wzrosty na rynkach UE mogły wspierać informacje dot. wstępnego porozumienia w sprawie umowy celnej z USA, wzmacniająca szanse na uniknięcie kolejnej eskalacji sporu handlowego UE z USA.

- Z kolei na rynku walutowym zmiany w minionym tygodniu były minimalne. Kurs euro wobec dolara utrzymywał się na poziomie lekko powyżej 1,16 USD/EUR. Złoty utrzymał się poniżej 4,25 PLN/EUR, praktycznie nie zmieniając swojej wartości w relacji do koszyka walut.

- Na rynek krajowy ograniczony wpływ miały publikowane w minionym tygodniu i dziś kwietniowe dane ze sfery realnej gospodarki, choć w całokształcie zaskoczyły negatywnie i osłabiają argumenty za ewentualną podwyżką stóp procentowych NBP. Jedyną pozytywną informacją z publikowanych danych było mocniejsze ożywienie kwietniowej produkcji budowlano-montażowej, tyle że co do zasady solidne wzrosty w sektorze były oczekiwane po silnym osłabieniu na początku roku (warunki pogodowe w styczniu i lutym). Z kolei kwietniowe dane z przemysłu, handlu z rynku pracy zaskoczyły negatywnie. Choć na wyniki przemysłu i sprzedaży detalicznej wpływały efekty kalendarzowe (szczególnie wcześniejszy termin Świąt Wielkanocnych w przypadku sprzedaży detalicznej) oraz efekty korekty po mocnych marcowych wynikach, to w ujęciu zmian miesięcznych, oczyszczonych z sezonowości odnotowano spadki. Z drugiej strony dane uśrednione nieco uspokajają wskazując na utrzymanie tendencji wzrostowych, ale tego optymizmu nie wspiera struktura danych, tj. wyraźne pogorszenie wyników produkcji przemysłowej w działach o wysokim udziale sprzedaży eksportowej, a w przypadku sprzedaży detalicznej wyniki po wykluczeniu najbardziej zmiennych kategorii (żywności, paliw i samochodów), które wskazują na wyraźne osłabienie danych w porównaniu z I kw. br.).

- Z punktu widzenia RPP kluczowe wydają się dane z rynku pracy. Choć dynamika zatrudnienia utrzymała się na marcowym poziomie -0,9% r/r, to uwzględniając dokładniejsze dane osłabiła się o 0,08 pkt. proc., co jest istotne w kontekście publikowanych słabych prognoz firm dot. popytu na pracę (Szybki Monitoring NBP). W tych warunkach cyklicznych oraz przy spadku dynamiki

płacy minimalnej, w kwietniu czwarty miesiąc z rzędu negatywnie zaskoczyły dane dot. wynagrodzeń, wskazując na wyraźnie szybszy spadek dynamiki płac.

- Także ubiegłotygodniową wypowiedź prezesa Glapińskiego można uznać za tonującą oczekiwania dot. podwyżek stóp NBP. Prezes wskazał na utrzymanie inflacji w przedziale tolerancji banku centralnego, zakotwiczenie długoterminowych oczekiwań inflacyjnych oraz restrykcyjną politykę pieniężną w porównaniu do sytuacji po pandemii COVID-19.

- Z punktu widzenia prognoz RPP ważna będzie zapewne publikacja majowej inflacji *flash* w piątek, która może sięgnąć 3,5% r/r. Przy naszych założeniach bazowych odblokowania cieśniny Ormuz do połowy roku oraz utrzymania programu rządowego CPN do jesieni, inflacja CPI nie przekroczy trwale poziomu 3,5% w 2026 r., a w 2027 r. powinna obniżyć się w kierunku celu inflacyjnego RPP 2,5%.

- W kolejny poniedziałek opublikowane zostaną z kolei ostateczne dane dot. wyniku PKB w I kw. (szacunek *flash* 3,4% r/r), weryfikujące które kategorie stały za wyraźnym spowolnieniem tej dynamiki wobec I kw. Choć dane kwietniowe zaskoczyły negatywnie, wciąż uważamy, że potencjał ożywienia inwestycji z powodu kumulacji projektów współfinansowanych ze środków UE, pozwala oczekiwań przyspieszenia dynamiki PKB do 4,0% r/r w IV kw. Kluczowa dla materializacji tego scenariusza jest sytuacja na Bliskim Wschodzie i tendencje na rynku surowców oraz (związana z tym) sytuacja na krajowym rynku pracy i skala osłabienia realnych dochodów gospodarstw domowych.

- Tym samym bieżący tydzień będzie przebiegał pod znakiem oczekiwań dot. negocjacji pokojowych na linii USA – Iran i szans na udrożnienie szlaków handlowych w cieśninie Ormuz. Z publikowanych danych ważne będą kwietniowe wskaźniki inflacji PCE oraz wydatków konsumentów w USA, a na przełomie tygodnia szerszy zestaw wskaźników koniunktury PMI oraz ISM.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w maju – szacunek *flash* (29 maja)**

Prognozujemy wstępnie, że w maju wskaźnik inflacji CPI ukształtował się w okolicach 3,5% r/r. Według naszych szacunków w kwietniu w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał wzrost dynamiki cen paliw i energii elektrycznej i gazu, głównie za sprawą niższych baz odniesienia sprzed roku. Dodatkowo prawdopodobnie dalszy lekki wzrost odnotowała inflacja bazowa. Z kolei ograniczająco na wzrost CPI oddziaływało w maju kontynuacja lekkiego obniżenie dynamiki cen żywności.

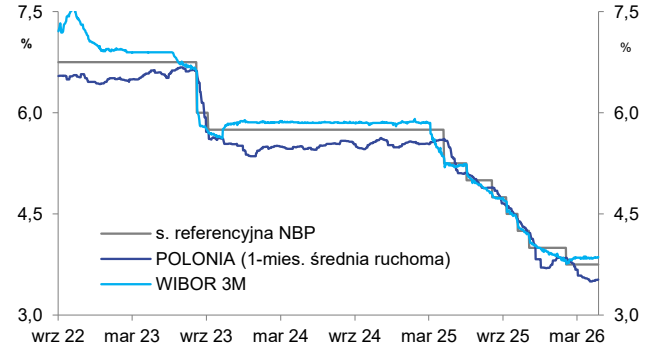
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 25 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	**PL**	**Podaż pieniądza M3**	**kwi**	**11,5% r/r**	**11,2% r/r**	**11,0% r/r**
wtorek 26 maja			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	**PL**	**Stopa bezrobocia**	**kwi**	**6,1%**	**6,0%**	**6,0%**
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	maj	6,25%	6,25%	-
czwartek 28 maja			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
13:30	EMU	Publikacja *minutes* z kwietniowego posiedzenia EBC	kwi	-	-	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	kwi	3,5% m/m	3,5% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	kwi	3,2% m/m	3,2% m/m	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	kwi	0,6% r/r	0,3% r/r	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	kwi	0,9% r/r	0,9% r/r	-
14:30	US	Wzrost PKB (rew.)	I kw.	2,0% kw/kw (wst.)	-	-
piątek 29 maja			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	maj	50,3 pkt.	50,1 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	maj	49,4 pkt.	49,9 pkt.	-
09:30	**PL**	**Wskaźnik inflacji CPI (wst.)**	**maj**	**3,0% r/r**	**-**	**3,5% r/r**
poniedziałek 1 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	maj	52,2 pkt.	50,9 pkt.	-
09:00	**PL**	**Indeks koniunktury PMI – przemysł**	**maj**	**48,8 pkt.**	**-**	**47,9 pkt.**
10:00	**PL**	**Dynamika PKB (fin.)**	**I kw.**	**3,4% r/r**	**-**	**3,4% r/r**
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	maj	52,7 pkt.	53,1 pkt.	-

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

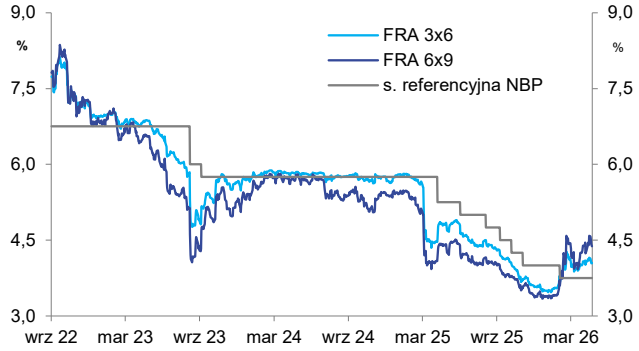
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



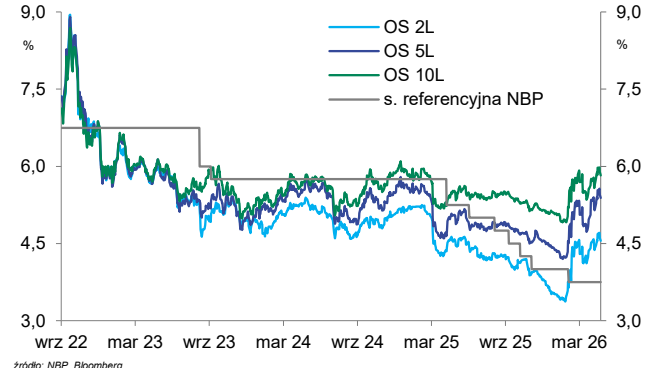
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



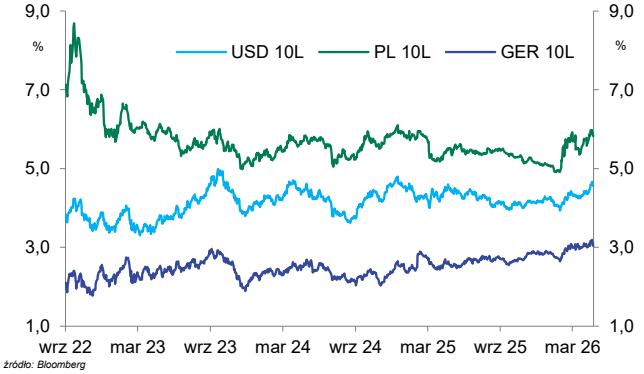
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



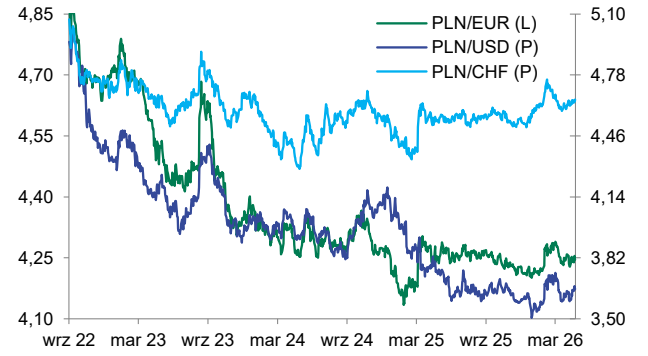
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



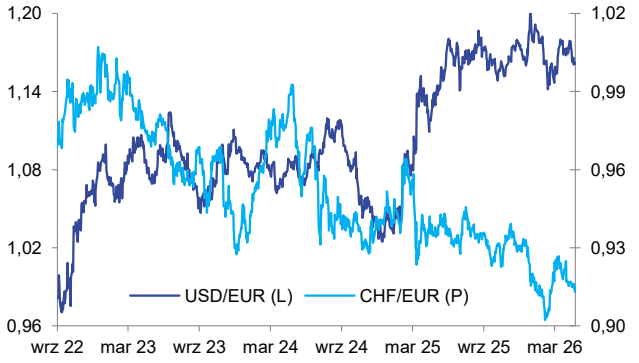
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



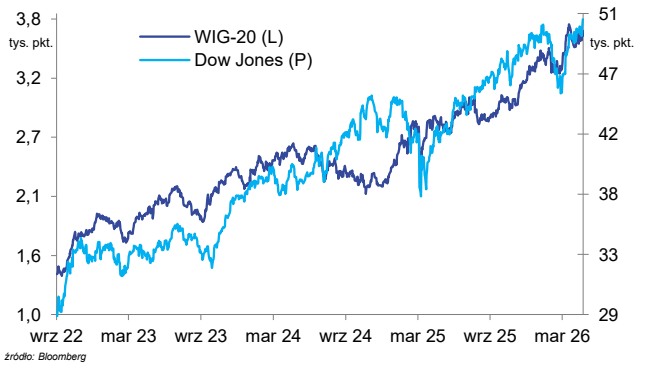
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



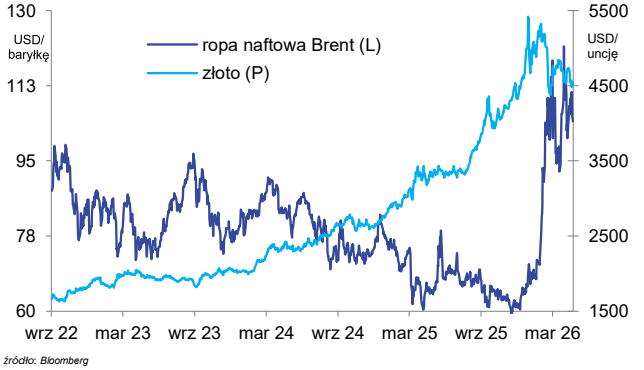
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

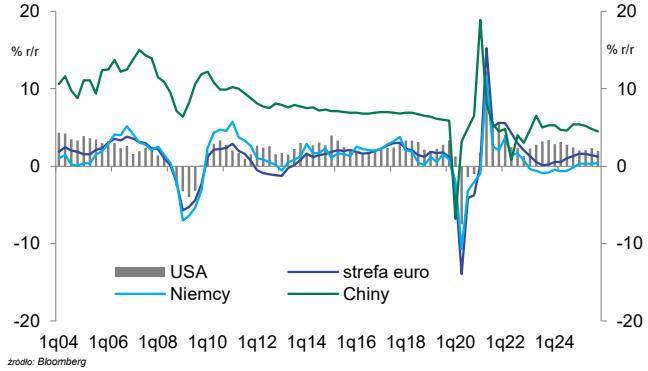
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

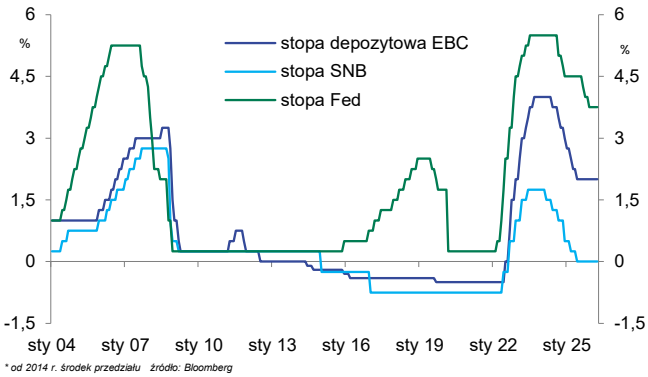
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



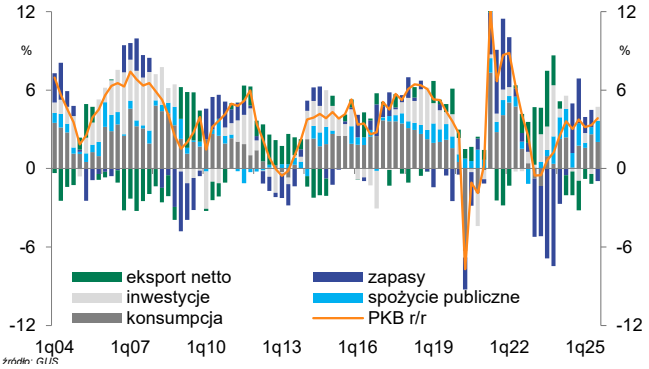
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



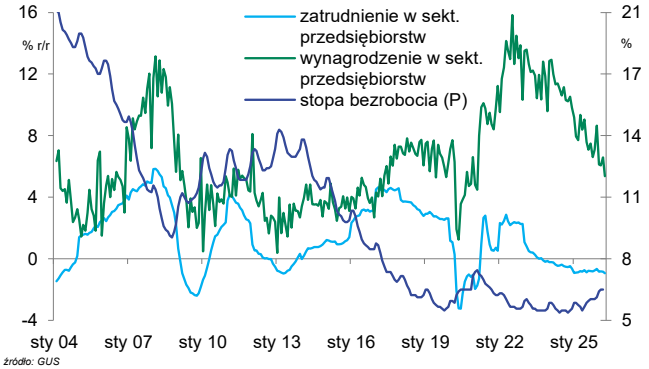
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



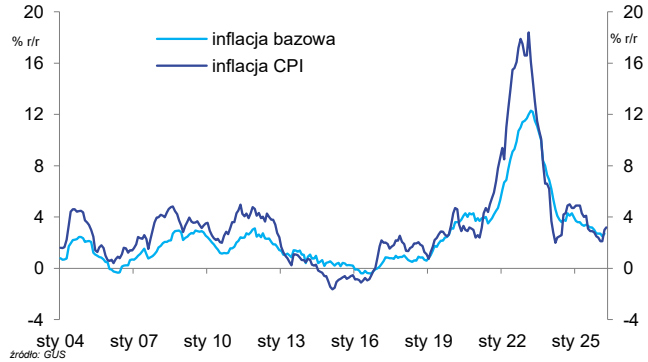
źródło: GUS

Rynek pracy



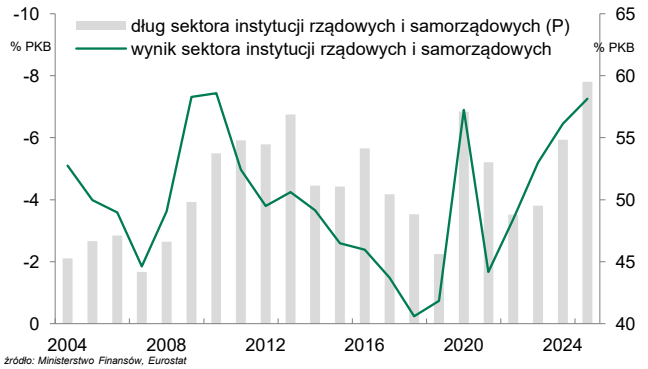
źródło: GUS

Inflacja



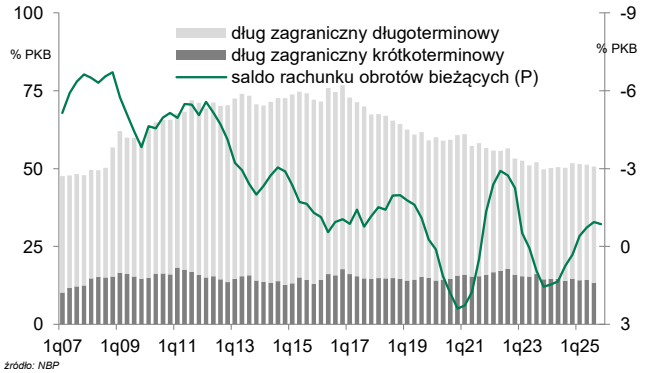
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2026	15.05.2026	22.05.2026	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	3,86	3,86	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,08	4,15	4,04	-	-	-
FRA 6x9	%	4,39	4,59	4,38	-	-	-
FRA 9x12	%	4,60	4,89	4,63	-	-	-
IRS 2L	%	4,48	4,67	4,51	-	-	-
IRS 5L	%	4,59	4,79	4,65	-	-	-
IRS 10L	%	4,81	4,99	4,89	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,53	4,69	4,55	4,40	4,20	4,00
Obligacje skarbowe 5L	%	5,33	5,53	5,38	5,25	5,10	4,90
Obligacje skarbowe 10L	%	5,72	5,97	5,82	5,75	5,55	5,35
PLN/EUR	*PLN*	4,26	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	*PLN*	3,65	3,65	3,66	3,63	3,65	3,66
PLN/CHF	*PLN*	4,62	4,65	4,65	4,64	4,64	4,63
USD/EUR	*USD*	1,17	1,16	1,16	1,17	1,17	1,16
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	4,59	4,56	4,40	4,35	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,03	3,17	3,04	3,05	3,00	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.