

Szanse na wykorzystanie KPO po 2026

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wall Street rozpoczęła tydzień na plusie, wspierana optymizmem wokół trwających negocjacji handlowych między USA a Unią Europejską. Dolar umocnił się względem wszystkich głównych walut z rynków rozwiniętych. Pozytywny nastrój królował również na europejskich parkietach – w Polsce za sprawą zapowiedzi nowych inwestycji ze strony premiera, a w krajach strefy euro dzięki rosnącym oczekiwaniom na czerwcowe obniżki stóp procentowych przez EBC. Złoty przez większość dnia pozostawał stabilny wobec EUR, utrzymując poziom 4,25, natomiast względem USD osłabił się do 3,74. Rentowności krajowych obligacji nie wykazały istotnych zmian w ciągu dnia.
- Dziś opublikowane zostaną *minutes* Fed, które rzucą więcej światła na nastawienie członków FOMC i warunki, jakie ich zdaniem powinny zostać spełnione, aby doszło do obniżek stóp w USA. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli Fed podkreślały niepewność związaną z cłami i konieczność oczekiwania na kolejne informacje z gospodarki.
- Z Niemiec napłyną dane o stopie bezrobocia w maju, która zgodnie z oczekiwaniami powinna ustabilizować się na poziomie 6,3%.
- Dziś KE ma wyrazić oficjalną zgodę na przedłużenie wydawania środków z KPO poza sierpień 2026.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR:** Indeks nastrojów w gospodarce ESI wzrósł w maju do 94,8 pkt. z 93,6 pkt. w kwietniu, nieznacznie przewyższając oczekiwania na poziomie 94,3 pkt. Niewielka poprawa nastrojów wynikała m.in. z lepszych niż przed miesiącem ocen koniunktury w przemyśle, która osiągnęła poziom najwyższy od marca 2024, ale wciąż jednak postrzegana była słabo na tle historycznym. Wzrósł także wskaźnik koniunktury w handlu. Nadal pozytywnie oceniana była tylko koniunktura w usługach, która w maju marginalnie się obniżyła. Indeks zaufania konsumentów wzrósł do -15,2 pkt. wobec -16,7 pkt. w kwietniu, a więc zgodnie ze wstępnymi danymi.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

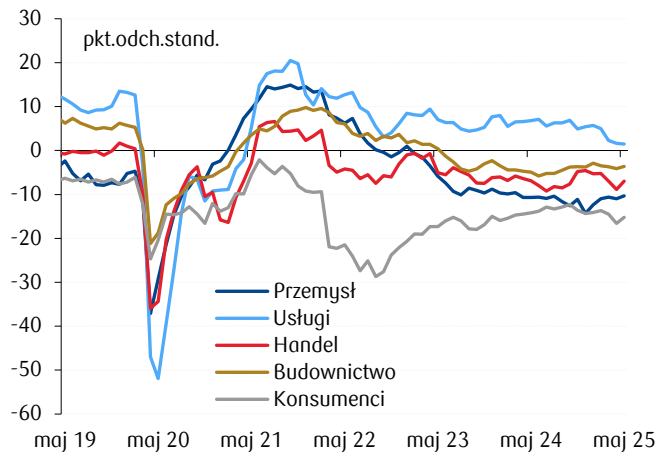
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

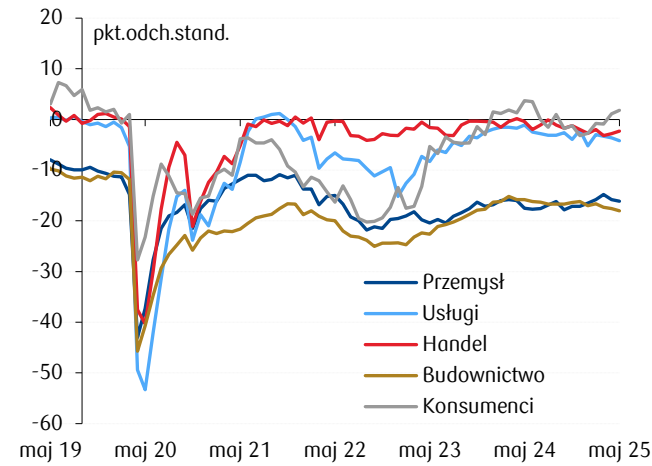
	Wartość 2025-05-27	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2475	0,1
USDPLN	3,7451	0,5
CHFPLN	4,5297	-0,3
GBPPLN	5,0653	0,2
EURUSD	1,1342	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,60	-1
PL5Y	5,09	-1
PL10Y	5,57	-1
DE10Y	2,53	-3
US10Y	4,44	-7
Indeksy akcyjne:		
WIG	102 966,3	0,7
DAX	24 226,5	0,8
S&P500	5 921,5	2,0
Nikkei**	37 724,1	0,5
Shanghai Comp.**	3 343,1	-0,1
Surowce:		
Złoto	3298,05	-1,2
Ropa Brent	64,09	-1,0

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Składowe wskaźnika koniunktury ESI w strefie euro



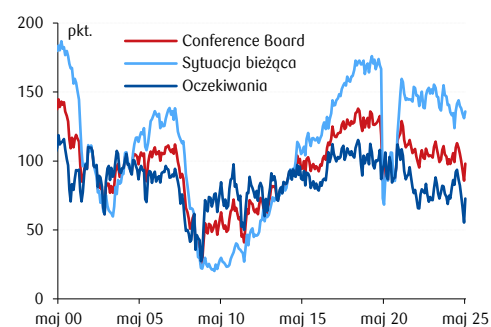
Składowe wskaźnika ESI w Polsce



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

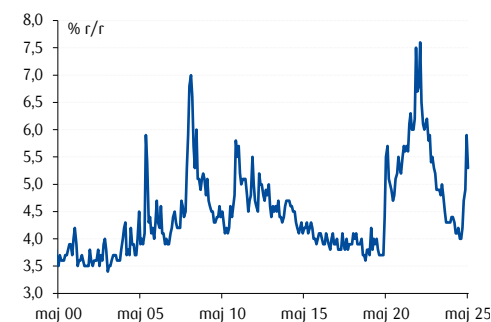
- **POL:** Wskaźnik nastrojów w gospodarce ESI w maju wyniósł 100,3 pkt., nieco mniej niż przed miesiącem (100,9 pkt. w kwietniu). Nieznacznie obniżyły się zarówno oceny koniunktury w przemyśle, jak i budownictwie oraz usługach. Poprawę, i to do poziomów powyżej długoterminowej średniej, widać natomiast w koniunkturze konsumenckiej. Przyczynił się do niej zapewne spadek oczekiwań inflacyjnych.
- **UE:** Unia Europejska przyspiesza negocjacje handlowe z USA, próbując uniknąć zapowiedzianych przez D.Trumpa 50-procentowych ceł, które mają wejść w życie 9 lipca. Komisja Europejska skupi się na kluczowych sektorach – stal, aluminium, motoryzacja, farmaceutyka, półprzewodniki i lotnictwo cywilne – oraz na barierach taryfowych i pozataryfowych. Negocjacje polityczne prowadzi M.Sefcovic, który koordynuje rozmowy z przedstawicielami USA. D.Trump zagroził cłami po tym, jak uznał UE za opieszałą i niesprawiedliwie traktującą amerykańskie firmy. UE złożyła propozycję współpracy, która została odrzucona, a odpowiedzią Waszyngtonu była groźba wyższych ceł. Bruksela przygotowuje się też na ewentualną porażkę rozmów, zatwierdzając cła na towary warte 21 mld EUR oraz szykując listę kolejnych sankcji obejmujących produkty warte 95 mld EUR, w tym samoloty Boeinga, samochody i bourbon.
- **USA:** W maju wskaźnik nastrojów konsumentów Conference Board wzrósł do 98,0 pkt. z 85,7 pkt. miesiąc wcześniej, powyżej prognoz. To pierwszy wzrost od początku prezydentury D.Trumpa, który może odzwierciedlać reakcję na toczące się rozmowy dotyczące częściowego zniesienia dodatkowych ceł. Skłoniło to konsumentów do znacznie bardziej optymistycznych ocen przyszłości, choć również ocena bieżącej sytuacji uległa poprawie. Poprawa nastrojów była szeroka i objęła wszystkie grupy dochodowe, wiekowe oraz polityczne. Rynek pracy i ogólna koniunktura pozostają mocne, a obawy inflacyjne wyraźnie osłabły – pierwszy raz w tym roku, na fali m.in. niższych cen paliw.
- **USA:** J.Williams (New York Fed, z prawem głosu w FOMC) ocenił, że pandemia trwale zmieniła percepcję inflacji wśród konsumentów, co zwiększa ryzyko utrwalenia się wysokich oczekiwań. Choć długoterminowe miary inflacji pozostają blisko celu 2%, krótkoterminowe rosną po zapowiedziach ceł. J.Williams sugeruje utrzymanie stóp bez zmian do lipca, czekając na dalszy rozwój sytuacji. T.Barkin (Richmond Fed, nie bierze udziału w posiedzeniach FOMC) wskazał, że podwyższona niepewność związana z przyszłymi zmianami polityki handlowej i fiskalnej skłania firmę do wstrzymywania decyzji inwestycyjnych i ograniczania zatrudnienia. Jego zdaniem gospodarka pozostaje na dotychczasowej ścieżce – z niskim bezrobociem i inflacją zmierzającą w kierunku celu 2% – ale firmy czekają na większą jasność co do ceł i ustaw podatkowych. N.Kashkari (Fed Minneapolis, bez prawa głosu w FOMC) powiedział, że wśród decydentów toczy się debata na temat tego, czy skutki inflacyjne wynikające z ceł nałożonych przez prezydenta D.Trumpa należy traktować jako przejściowy wstrząs, czy jako zjawisko o dłuższym czasie trwania. „Negocjacje mogą potrwać miesiące lub lata, zanim zostaną całkowicie zakończone” – stwierdził. N.Kashkari zwrócił uwagę, że cła na dobra pośrednie przekładają się na ceny z opóźnieniem, a ryzyko odroczenia oczekiwań inflacyjnych od celu może z czasem wzrosnąć. Te argumenty przemawiają wg przedstawiciela Fed za utrzymaniem stopy procentowej, która obecnie jest prawdopodobnie tylko umiarkowanie restrykcyjna, aż pojawi się większa jasność co do wysokości ceł i ich wpływu na ceny. Nasz scenariusz zakłada, że stopy procentowe w USA w czerwcu pozostaną bez zmian, wciąż jednak nie wykluczamy obniżki w lipcu.
- **HUN:** Bank Węgier pozostawił stopy procentowe bez zmian (stopa bazowa 6,50%). Decyzja była zgodna z oczekiwaniami. Do obniżki nie skłonił banku spadek inflacji (do 4,2% r/r w kwietniu z 4,7% r/r w marcu), która pozostaje

Indeks zaufania konsumentów Conference Board w USA



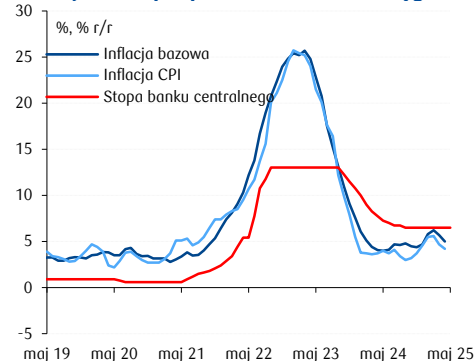
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Oczekiwanie inflacyjne wg Conference Board w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja i stopa procentowa na Węgrzech

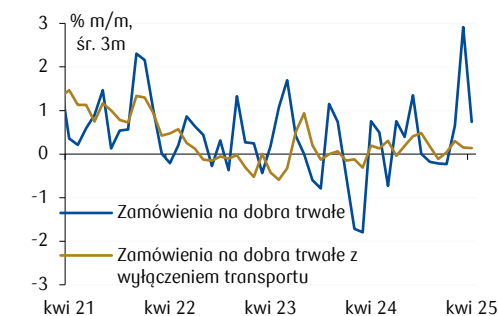


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

jednak wciąż powyżej celu MNB. Podtrzymujemy prognozę, że obniżki stóp nastąpią najwcześniej w drugiej połowie roku.

- **POL:** K.Pełczyńska-Nałęcz (MFiPR) poinformowała, że Polska ma wstępną zgodę na przedłużenie o co najmniej 3 miesiące rozliczenia inwestycji w ramach KPO. Minister oceniła, że "ta decyzja może uratować setki inwestycji, które z powodu 2 letniej blokady KPO ścigają się dzisiaj z czasem". Wiceminister funduszy i negocjator rządu ds. rewizji KPO J.Szyszko powiedział, że utworzenie spółki specjalnego przeznaczenia bliskiej BGK pozwoli Polsce inwestować pieniądze z KPO już po jego zakończeniu w sierpniu 2026, a KE została przekonana by samo przelanie pieniędzy na konto spółki było realizacją kamienia milowego. Na to konto przelane zostanie ponad 7 mld EUR. W ten sposób powstanie Fundusz Bezpieczeństwa i Obronności, z którego finansowane będą inwestycje w obronność. KE znajduje się pod dużą presją ze strony państw, by rozciągnąć wydatkowanie środków z RRF poza horyzont 2026, bo wiele krajów ma opóźnienia w realizowaniu inwestycji.
- **POL:** Premier D.Tusk powiedział, że środki na budowę CPK i elektrowni jądrowej mają trafić do polskich firm. W przypadku CPK w I etapie jest to 5 mld PLN, a wartość całej inwestycji - 30 mld PLN. Środki przeznaczone na elektrownię jądrową to 60 mld PLN.
- **USA:** Indeks cen domów S&P/Case-Shiller w 20 największych miastach wzrósł w marcu o 4,1% r/r i spadł o 0,1% m/m. Wzrost cen był niższy niż oczekiwano (kons.: 4,5% r/r).
- **USA:** Zamówienia na dobra trwałe w kwietniu spadły o 6,3% m/m wobec oczekiwanego spadku o 8,2% m/m i wzrostu o 7,6% m/m miesiąc wcześniej. Dynamiczne wahania m/m odzwierciedlają zmiany w dużych zamówieniach - zamówienia na dobra trwałe z wyłączeniem środków transportu w ujęciu miesięcznym wzrosły o 0,2% po stabilizacji w marcu.
- **FRA:** Inflacja CPI w maju obniżyła się do 0,6% r/r, osiągając najniższy poziom od ponad czterech lat. Dane były niższe od oczekiwań (0,9% r/r). Jeżeli wstępne dane z pozostałych dużych gospodarek strefy euro (w Hiszpanii, Włoszech i Niemczech poznamy je w piątek, a dla całej strefy euro opublikowane będą 3 czerwca) zaskoczą w dół, wzmocni to dodatkowo argumenty za obniżką stóp procentowych w czerwcu.
- **EUR:** P.Lane (główny ekonomista EBC) ocenił, że proces dezinflacji jest już niemal zakończony - inflacja powinna w najbliższych miesiącach utrzymać się blisko celu. **Presja płacowa nie grozi spiralą cenowo-płacową.** W średnim horyzoncie inflację mogą obniżyć m.in. skutki ceł USA (przez kurs EURUSD, ceny energii i przekierowanie eksportu z Chin do Europy), ale eskalacja konfliktu handlowego może działać proinflacyjnie. Stopy EBC są obecnie w strefie „neutralnej cyklicznie”; dalsze decyzje będą zależne od danych - możliwe są ostrożne cięcia, ale nie rozważa się gwałtownych ruchów. C.Patsalides (EBC, Bank Cypru) uznał, że większe cięcie stóp (o 50 pb) nie jest obecnie uzasadnione. Jego zdaniem taki ruch miałby sens jedynie w przypadku nasilonego ryzyka recesji w strefie euro i mocniejszych presji dezinflacyjnych - co obecnie uważa za mało prawdopodobne. Podkreślił wagę zachowania elastyczności w dalszym kształtowaniu polityki pieniężnej, nie wykluczając ani cięcia, ani paury. Ewentualne zejście inflacji poniżej celu 2% uznał za prawdopodobnie przejściowe.

Zamówienia na dobra trwałe w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 23 maja						
GER: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	-0,2	-0,2	--	0,0
HUN: Stopa bezrobocia (kwi.)	8:30	%	4,3	4,3	--	4,4
POL: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	14:00	% r/r	10,3	10,0	9,9	10,4
USA: Sprzedaż nowych domów (kwi.)	16:00	tys.	670	700	--	743
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., rew.)	16:00	tys.	1481	--	--	1422
Poniedziałek, 26 maja						
POL: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	10:00	% r/r	-0,3	3,4	3,4	7,6
POL: Stopa bezrobocia (kwi.)	10:00	%	5,3	5,2	5,2	5,2
Wtorek, 27 maja						
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, rew.)	11:00	pkt.	-16,7	-15,2	--	-15,2
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (maj)	11:00	pkt.	93,6	94,3	--	94,8
HUN: Posiedzenie MNB (maj)	14:00	%	6,5	6,5	--	6,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi., wst.)	14:30	% m/m	7,6	-8,2	--	-6,3
USA: Ceny nieruchomości (mar.)	15:00	% r/r	4,5	4,5	--	4,1
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (maj)	16:00	pkt.	85,7	87,0	--	98,0
Środa, 28 maja						
GER: Stopa bezrobocia (maj)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
USA: Minutes Fed (maj)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 29 maja						
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	2,4	-0,3	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%q/q saar	4,0	1,8	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	227	230	--	--
Piątek, 30 maja						
CZE: Wzrost PKB (1q, rew.)	9:00	% r/r	1,8	2,0	--	--
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	10:00	% r/r	4,3	4,3	4,2	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	10:00	% r/r	3,6	3,7	--	--
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	--
GER: Inflacja HICP (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,2	2,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,7	0,2	--	--
USA: Deflator PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,3	2,2	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,6	2,5	--	--
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-162	-140	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	52,2	50,8	--	--

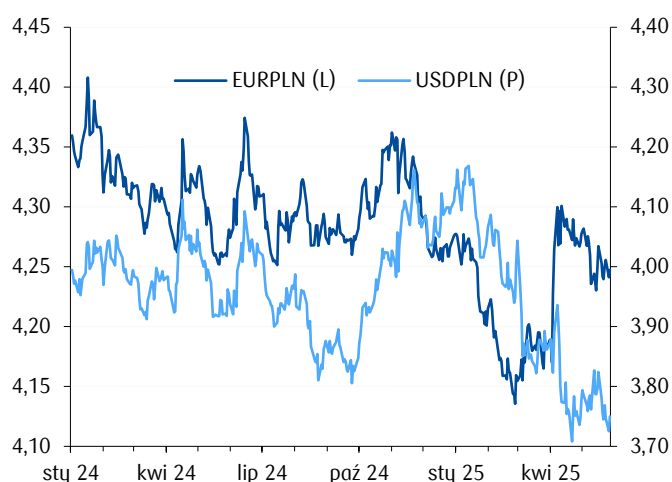
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

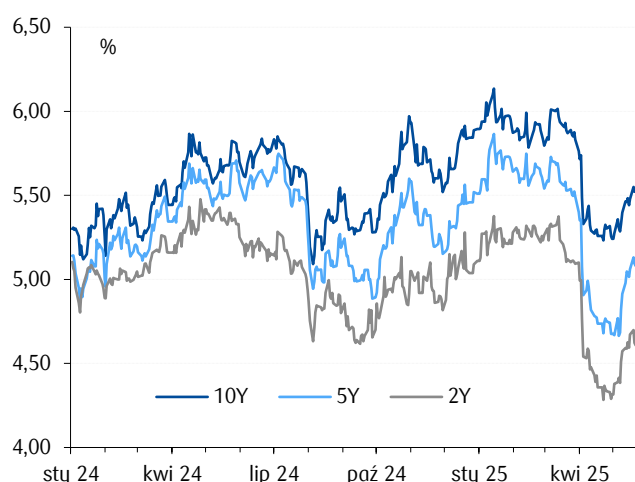
		Wartość 2025-05-27	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2475	0,1	0,1	-0,5	-0,3	-7,7
	USDPLN	3,7451	0,5	-0,5	-0,2	-4,4	-12,7
	CHFPLN	4,5297	-0,3	0,0	-0,5	5,3	1,3
	GBPPLN	5,0653	0,2	0,7	0,8	1,3	-5,6
	EURUSD	1,1342	-0,4	0,6	-0,4	4,3	5,7
	EURCHF	0,9378	0,4	0,1	-0,1	-5,2	-8,9
	GBPUSD	1,3521	-0,3	1,1	1,0	5,8	7,9
	USDJPY	144,38	1,1	-0,1	1,4	-8,0	14,1
	EURCZK	24,88	0,0	0,0	-0,2	0,8	1,1
Obligacje	EURHUF	403,48	-0,1	0,3	-0,2	5,0	5,3
	PL2Y	4,60	-1	-2	32	-72	-172
	PL5Y	5,09	-1	0	42	-62	-169
	PL10Y	5,57	-1	5	31	-24	-100
	DE2Y	1,79	0	-5	5	-126	143
	DE5Y	2,09	-1	-5	6	-55	142
	DE10Y	2,53	-3	-7	4	-6	158
	US2Y	3,98	-2	0	32	-100	149
	US5Y	4,03	-5	-4	26	-55	128
Akcje	US10Y	4,44	-7	-4	28	-10	168
	WIG	102 966,3	0,7	0,4	2,1	18,4	82,2
	WIG20	2 813,7	0,8	0,6	0,1	12,3	55,4
	S&P500	5 921,5	2,0	-0,3	6,5	11,6	50,2
	NASDAQ100	21 415,0	2,4	0,2	9,6	13,5	81,9
	Shanghai Composite**	3 344,0	-0,1	-1,1	1,7	7,5	8,9
	Nikkei**	37 812,6	0,7	0,8	5,5	-2,7	41,4
	DAX	24 226,5	0,8	0,8	8,0	29,7	74,0
Surowce	VIX	19,70	-10,6	1,0	-15,8	43,5	-32,5
	Ropa Brent	64,1	-1,0	-2,0	-0,2	-23,9	-43,6
	Ropa WTI	61,6	-2,0	-3,7	-0,4	-23,8	-45,1
	Złoto	3298,1	-1,2	0,6	-0,4	40,0	76,7

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

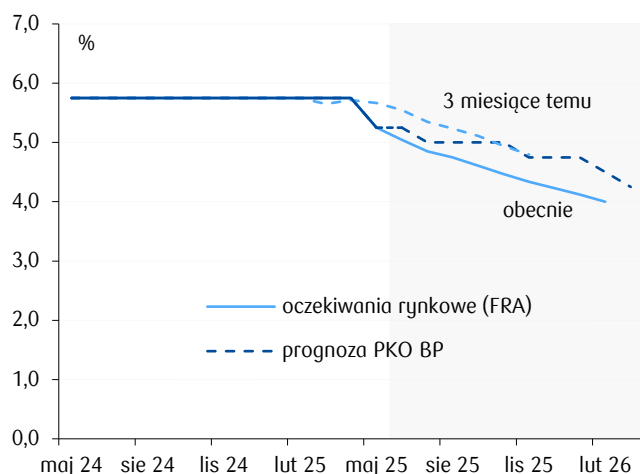
Notowania złotego wobec głównych walut



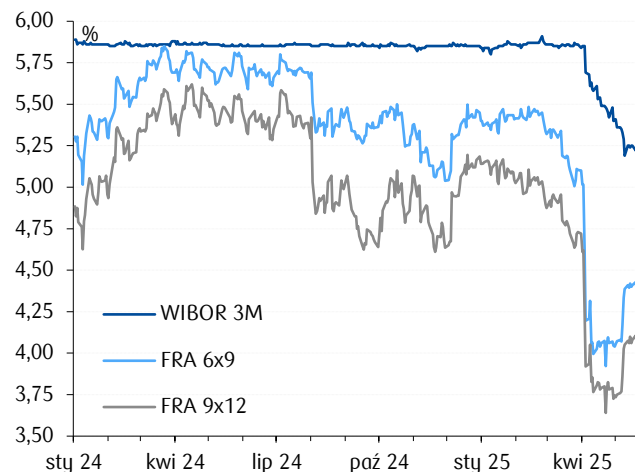
Rentowności polskich obligacji skarbowych



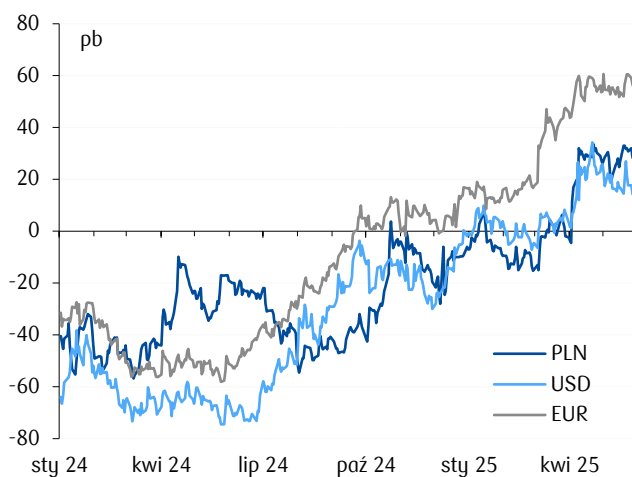
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



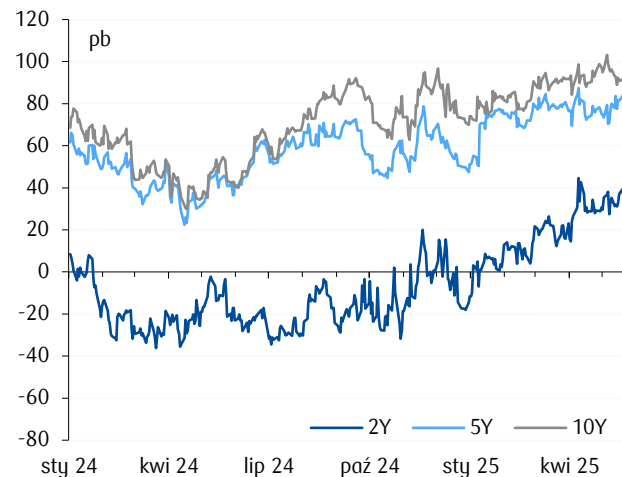
Krótkoterminowe stopy procentowe



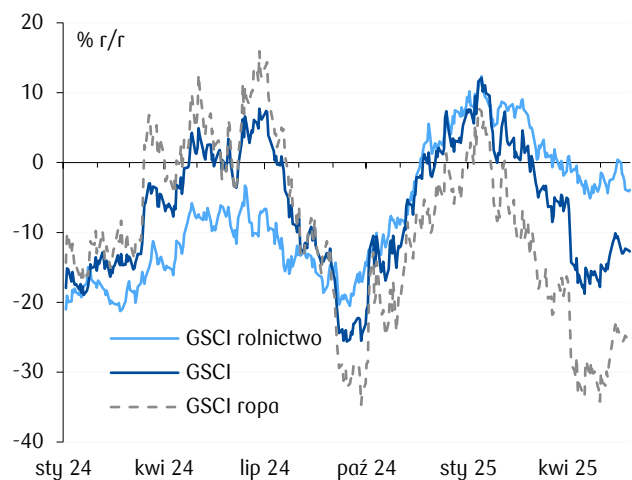
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



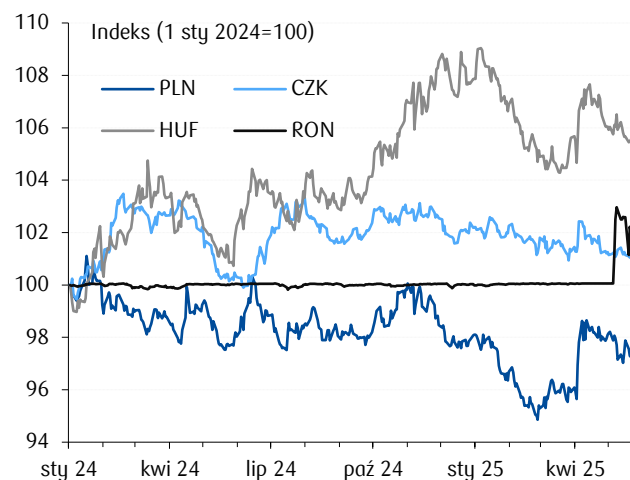
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.