

Wszyscy patrzą i czekają

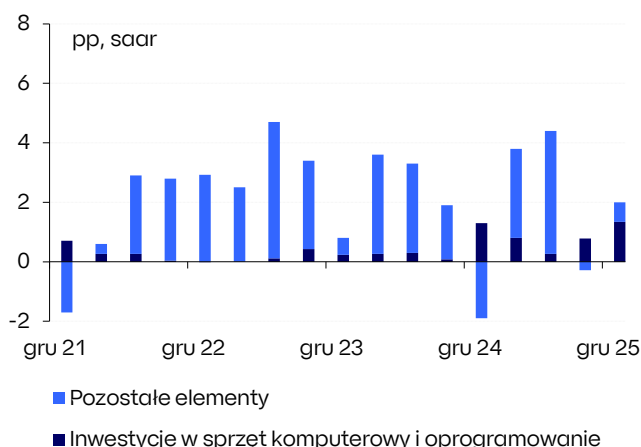
- **Chociaż pod koniec ostatniego tygodnia doszło do korekty i spadku cen ropy naftowej, w dalszym ciągu jej notowania utrzymują się wyraźnie powyżej 100 USD/b.** Rynek nieco uspokoiły sygnały wskazujące, że w najbliższych dniach mogą zostać zainicjowane kolejne rozmowy pokojowe pomiędzy USA a Iranem. **Potencjalne pozytywne informacje płynące ze strony władz USA i Iranu mogłyby wspierać spadek cen surowców energetycznych.** W tej sytuacji rentowności Bondów i US Treasuries również nieznacznie spadły, jednak przestrzeń do kontynuacji tego ruchu wydaje się ograniczona, szczególnie w kontekście wzrostu prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych EBC w czerwcu. Mimo podwyższonej awersji do ryzyka na giełdach akcji, od połowy ubiegłego tygodnia można było obserwować lekką tendencję wzrostową cen, czemu sprzyjały m.in. lepsze od oczekiwań wyniki finansowe amerykańskich spółek. Na początku tygodnia nastroje mogły nieco osłabić informacje o wprowadzeniu przez administrację USA nowych ceł na samochody z UE. **Kurs EUR/PLN, przy wspomnianych mieszanych nastrojach, może utrzymywać się bliżej 4,26.**
- **W tym tygodniu będziemy obserwować jak kolejne banki centralne reagują na szok energetyczny, nie spodziewamy się jednak innych działań niż w ubiegłym tygodniu.** Powszechną postawą w obliczu obecnego szoku jest wyczekiwanie – prognozujemy, że w czwartek stopy pozostaną bez zmian w Skandynawii i Czechach, a **w środę stóp nie zmieni krajowa RPP.** Negatywna niespodzianka w krajowych danych inflacyjnych za kwiecień jeszcze bardziej odsuwa dyskusje o ewentualnych obniżkach stóp, jednak Rada nie będzie na razie widziała powodu, aby sygnalizować ich podwyżkę.
- Chociaż dane z rynku pracy są ostatnio w cieniu odczytów inflacyjnych, to **wśród publikacji z rynków bazowych najciekawiej zapowiadają się piątkowe wyniki rynku pracy w USA za kwiecień,** gdzie oczekiwane są dalszy niewielki wzrost zatrudnienia i stabilizacja stopy bezrobocia.
- W regionie poznamy kwietniową inflację CPI z Czech i Węgier oraz marcowe dane z niemieckiego sektora wytwórczego. W kraju dziś w centrum uwagi będzie publikacja PMI za kwiecień – podobnie jak konsensus oczekujemy odczytu zbliżonego do wyniku z poprzedniego miesiąca.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych**
pkoresearch@pkobp.pl
@PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-05-01	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	128 509	0,0
STOXX Europe 600	612	0,0
S&P500	7 230	0,3
Waluty:		
EURPLN	4,24	-0,3
USDPLN	3,62	-0,2
CHFPLN	4,62	-0,6
EURUSD	1,17	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,57	0
PL5Y	5,45	0
PL10Y	5,78	0
DE10Y	3,03	0
US10Y	4,38	-1
Surowce:		
Ropa Brent	108	-5,1
Złoto	4614	-0,2

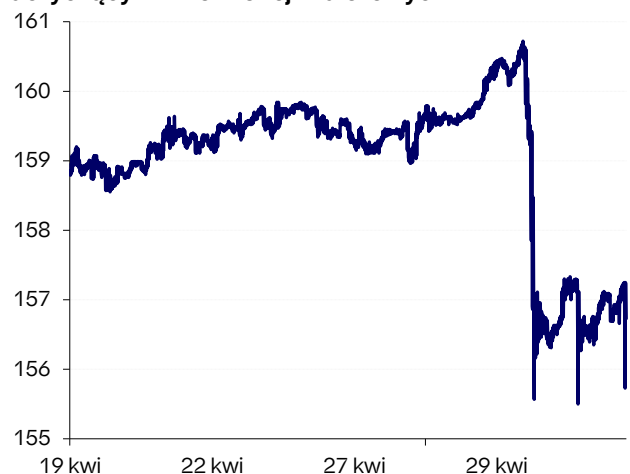
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Inwestycje zw. z AI są w ostatnim czasie motorem wzrostu PKB USA (wkład wskazanych elementów do wzrostu PKB)



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski

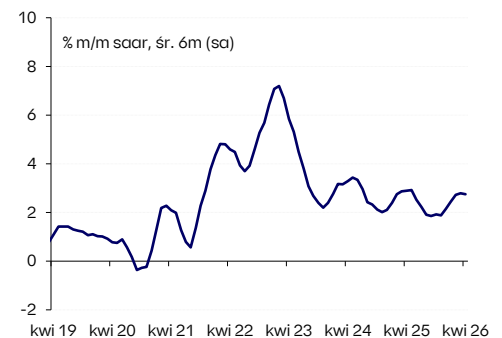
Kurs USD/JPY silnie spada, wspierany spekulacjami dotyczącymi interwencji walutowych



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

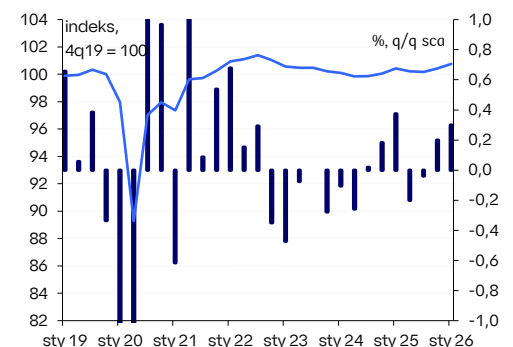
- **ŚWIAT: D.Trump zapowiedział, że USA pomogą uwięzionym statkom wydostać się z cieśniny Ormuz.** „Wall Street Journal” podało, że mający się rozpocząć dzisiaj „Projekt Wolność” będzie polegać na koordynacji ruchów statków przez cieśninę, lecz nie da im wojskowej eskorty. Mimo to w misji uczestniczyć będzie amerykańskie wojsko stacjonujące w regionie. Przewodniczący Komisji Bezpieczeństwa Narodowego w irańskim parlamencie ostrzegł, że Teheran uzna każdą „ingerencję USA” w cieśninie Ormuz za naruszenie obowiązującego rozejmu.
- **EUR: Europejski Bank Centralny pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie (depozytowa 2,00%, refinansowa 2,15%). Decyzja była zgodna z oczekiwaniami i zapadła jednogłośnie, chociaż na posiedzeniu rozważano także podwyżkę stóp.** Podczas konferencji Prezes Ch.Lagarde podkreśliła, że kolejne 6 tygodni do posiedzenia EBC w czerwcu będzie właściwym czasem na ocenę rozwoju konfliktu na Bliskim Wschodzie, w szczególności jego możliwych skutków, a brak zakończenia wojny również będzie cenną informacją. Dodała, że obecna sytuacja coraz bardziej odbiega od scenariusza bazowego. Zakładamy, że na posiedzeniu w czerwcu, po zapoznaniu się z nową projekcją, EBC podniesie stopy procentowe o 25pb. Źródła w EBC, do których dotarł Bloomberg zdradziły, że decydenci najpewniej podniosą stopy na kolejnym posiedzeniu, o ile sytuacja na Bliskim Wschodzie, i w konsekwencji na rynkach energii, nie ulegnie wyraźnej poprawie. Więcej w Makro Flash: [Coraz dalej od scenariusza bazowego.](#)
- **EUR: J.Nagel (EBC i Bundesbank) ocenił, że Europejski Bank Centralny będzie musiał podwyższyć stopy procentowe w czerwcu, jeśli nie nastąpi znacząca zmiana perspektyw gospodarczych.** Bankier powiedział, że EBC przyjął postawę wyczekującą, ponieważ chce uzyskać jaśniejszy obraz rozwoju sytuacji, jest świadomy zagrożeń dla stabilności cen i jest gotowy do działania w każdej chwili. W jego ocenie sytuacja rozwija się mniej korzystnie niż w poprzednim scenariuszu bazowym EBC.
- **EUR: Inflacja HICP w kwietniu przyspieszyła do 3,0% r/r z 2,6% r/r w marcu.** Inflacja bazowa spadła natomiast do 2,2% r/r z 2,3% r/r poprzednio. Wzrost cen energii przyspieszył do 10,9% r/r z 5,1% r/r poprzednio. Wzrost cen energii podbija oczekiwania inflacyjne firm i gospodarstw domowych, co po wygaśnięciu szoku zewnętrznego może opóźnić dezinflację.
- **EUR: Produkt Krajowy Brutto w strefie w 1q26 wzrósł o 0,1% q/q,** po wzroście o 0,2% w 4q25. W ujęciu r/r wzrost spowolnił do 0,8% z 1,2% pod koniec 2025. Przełom roku to czas stagnacji w europejskiej gospodarce, a trwający szok energetyczny odsuwa w czasie oczekiwane ożywienie.
- **GER: W 1q26 PKB wzrósł o 0,3% r/r (sa), utrzymując niską dynamikę obserwowaną w poprzednich kwartałach (0,4% r/r w 4q25).** Wzrost był zgodny z (niskimi) oczekiwaniami rynkowymi. Utrzymująca się niska dynamika wskazuje na ograniczoną siłę ożywienia gospodarczego i strukturalną słabość gospodarki. Dodatkowo, wzrost PKB za 2025 został zrewidowany do 0,3% z wcześniejszych 0,4%. Rewizje w dół potwierdzają słabszy punkt startowy dla 2026.
- **USA: PKB w 1q26 wzrósł o 2,0% q/q saar, po wzroście o 0,5% q/q saar w 4q25 i nieco słabiej od oczekiwań.** Największy wkład do wzrostu gospodarczego miały wydatki konsumentów (głównie na usługi), których wzrost spowolnił do 1,6% q/q saar z 1,9% q/q saar w poprzednim kwartale. Zannualizowany wzrost inwestycji prywatnych (łącznie z zapasami) przyspieszył do 8,7% z 2,3% w 4q25, w tym inwestycje w środki trwałe zwiększyły się o 6,2%. W porównaniu z końcówką ubiegłego roku, kiedy trwało zawieszenie działań rządu federalnego, wyraźnie odbiła konsumpcja sektora rządowego – wzrosła o 4,4% q/q saar wobec -5,6% q/q saar kwartał wcześniej. **Dane potwierdzają odporność gospodarki USA, w szczególności sektora konsumenckiego. Przyspieszenie inwestycji jest związane z trwającym bojem AI – inwestycje w sprzęt ogółem rosły w tempie 17,2%, a w wartości intelektualne o 13,0% q/q saar.**

Impet inflacji w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

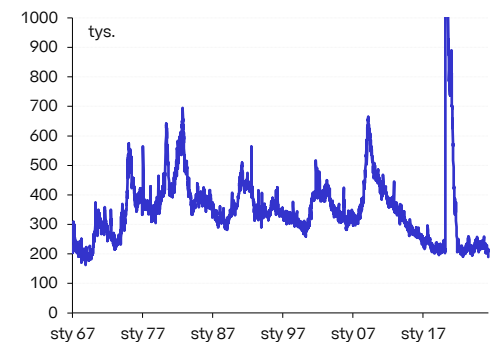
PKB w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

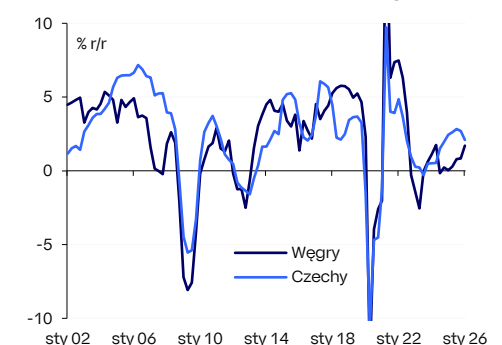
- **USA: Deflator PCE w marcu wzrósł do 3,5% r/r z 2,8% r/r w lutym. Wskaźnik bazowy przyspieszył natomiast do 3,2% r/r z 3,0% r/r miesiąc wcześniej** – obie miary były zgodne z oczekiwaniami. W ujęciu m/m ceny PCE zwiększyły się o 0,7%, wobec 0,4% w marcu, miara bazowa wyniosła natomiast 0,3% m/m i była nieco niższa niż przed miesiącem. Szok energetyczny uderzył w gospodarkę USA, która borykała się ze skutkami podwyższonych cen, a bieżący kształt procesów inflacyjnych nie gwarantuje osiągnięcia celu Fed.
- **USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu spadła do 189 tys. z 215 tys. tydzień wcześniej i była najniższa od 1969.** Jednocześnie liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku spadła do 1,785 mln z 1,808 mln i była najniższa od dwóch lat.
- **USA: Wydatki amerykańskich konsumentów w marcu wzrosły o 0,9% m/m po wzroście o 0,6% m/m w lutym i zgodnie z prognozami.** W tym samym czasie wzrost dochodów przyspieszył silniej od oczekiwań, do 0,6% m/m z 0,0% m/m.
- **USA: Indeks ISM dla sektora wytwórczego ustabilizował się w kwietniu na poziomie 52,7 pkt.,** wobec oczekiwanej lekkiej poprawy. Jednocześnie wskaźnik PMI wzrósł w kwietniu do 54,5 pkt. z 52,3 pkt. Podobnie jak w innych gospodarkach, amerykański PMI był wspierany przez wydłużenie czasu dostaw i wzmożoną aktywność zakupową, które są odpowiedzią na zaburzenia podażowe w światowej gospodarce. Wskaźniki z sektora wytwórczego sugerują, że rosnąca niepewność geopolityczna zwiększa ostrożność amerykańskich przedsiębiorstw.
- **USA: D.Trump zapowiedział w piątek, że w bieżącym tygodniu podwyższy cła na samochody z UE do 25%.** W poście w mediach społecznościowych Prezydent zarzucił UE, że nie przestrzega umowy handlowej z USA.
- **UK: Bank Anglii utrzyma stopę procentową na poziomie 3,75%.** Zgodna z oczekiwaniami decyzja zapadła stosunkiem głosów 8 do 1, a jeden z bankierów centralnych optował za podwyżką o 25 pb. Podobnie jak pozostałe banki centralne, BoE odnotował wzrost ryzyka w związku z atakiem Izraela i USA na Iran. W komunikacie podano, że konflikt na Bliskim Wschodzie zwiększa niepewność co do cen energii i podbija inflację. Choć polityka pieniężna nie ma na nie bezpośredniego wpływu, to będzie kształtowana w taki sposób, aby dostosowanie gospodarki do wyższych cen przebiegało w sposób zapewniający trwałe osiągnięcie celu inflacyjnego na poziomie 2%. Kwietniowy Raport o Polityce Pieniężnej przedstawia trzy scenariusze ilustrujące zakres możliwych ścieżek rozwoju gospodarki Wielkiej Brytanii w reakcji na szoki energetyczne o różnej skali. Dwa mniej dotkliwe scenariusze pokazują tymczasowy wzrost inflacji, która sprawnie wraca do 2-procentowego celu. Z kolei w najbardziej dotkliwym scenariuszu inflacja rośnie powyżej 6% w 2027, a w horyzoncie projekcji obniża się tylko do 2,5%. BoE w dalszej części roku oczekuje wzrostu inflacji z obecnego poziomu 3,3% r/r. Dostrzega ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, jednocześnie jednak słabnąca gospodarka może ograniczać presję inflacyjną. Bank zapewnia, że będzie nadal uważnie monitorować sytuację na Bliskim Wschodzie i jej wpływ na gospodarkę. Komitet jest gotowy do podjęcia niezbędnych działań, aby zapewnić, że inflacja CPI utrzyma się na drodze do osiągnięcia 2-procentowego celu w średnim terminie. **A.Bailey ocenił, że polityka pieniężna w Wielkiej Brytanii znajduje się obecnie w „rozsądnym miejscu”, co w połączeniu z decyzją o stabilizacji stóp w kwietniu przyczyniło się do osłabienia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych.**
- **CZE: PKB w 1q26 spowolnił do 2,1% r/r (sa) z 2,7% r/r w 4q25, skala hamowania była większa od oczekiwań (2,5%).** Dynamika q/q obniżyła się do 0,1% (sa) wobec 0,7% w poprzednim kwartale. Wzrost był generowany głównie przez popyt krajowy, co było widoczne w usługach i handlu detalicznym. Jednocześnie osłabła aktywność przemysłu, co mogło wynikać z silnych mrozów na początku roku. Na wynik negatywnie wpływała wymiana handlowa, przy wzroście cen importu i słabym popycie zewnętrznym. Pierwszy kwartał ma najmniejszą wagę w wyniku rocznym, jednak spowolnienie w 1q26 oraz negatywny wpływ globalnych szoków na dalszą część roku budzą obawy, że PKB w bieżącym roku nie przyspieszy wobec 2,6% odnotowanych w 2025.

Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika PKB w Czechach i Węgrzech



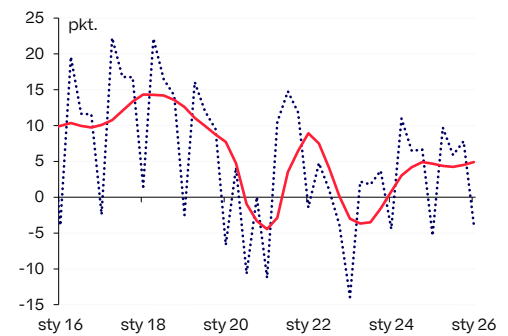
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **HUN: PKB w 1q26 wzrósł o 1,7% r/r, przyspieszając z 0,8% r/r w 4q25.** Wynik był wyższy od oczekiwań (1,3% r/r). Kwartalny wzrost wyniósł 0,8% q/q, co wskazuje na wyraźne ożywienie aktywności. Przemysł był głównym motorem wzrostu, i dopiero drugi raz od 3q22 miał dodatnią kontrybucję. Wsparciem było uruchamianie nowych mocy eksportowych, w tym fabryki BMW. Kolejne projekty zwiastują dalsze odbicie przemysłu, potencjalnie odporne na szok na rynku ropy. Usługi również istotnie wspierały wzrost, czemu sprzyjały działania fiskalne zwiększające dochody gospodarstw domowych. Dane potwierdzają scenariusz stopniowego odbicia, jednak ryzyko geopolityczne i wyższe ceny energii mogą ograniczać popyt zewnętrzny i inwestycje.
- **GER: Stopa bezrobocia w kwietniu utrzymała się na poziomie 6,4% (sa),** takim samym jak w marcu, który został zrewidowany w górę o 0,1pp. Tym samym poziom stopy bezrobocia zrównał się z czerwcem 2020, a wyższy poziom od kwietniowego był ostatnio w 2015. Rynek pracy staje się coraz słabszy, co jest wynikiem pogarszających się wyników niemieckiej gospodarki.

WYDARZENIA KRAJOWE:

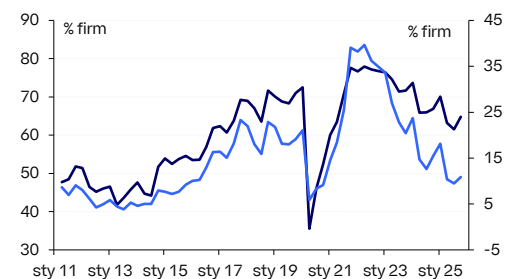
- **POL: Inflacja CPI w kwietniu wzrosła do 3,2% r/r z 3,0% r/r w marcu, podczas gdy oczekiwano jej nieznacznego spadku.** Zaskoczenie w kwietniowych danych było szerokie i obejmowało m.in. słabszy od prognoz spadek cen paliw m/m, oraz silniejszy wzrost cen żywności m/m. Wprowadzenie CPN ograniczyło skalę szoku inflacyjnego, ale wg nas w dwóch kolejnych miesiącach inflacja może przejściowo wzrosnąć powyżej 3,5% r/r. Przez większość roku powinna jednak pozostawać w dopuszczalnym pasmie odchyień od celu NBP - taki kształt procesów inflacyjnych (na razie) uzasadnia stabilizację stóp procentowych. Więcej w Makro Flash: [Inflacja w kwietniu nadal rosła](#).
- **POL: W komentarzu do danych inflacyjnych I.Dąbrowski z RPP ocenił, że w tych okolicznościach prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych znacznie spada.**
- **POL: Strata NBP w 2025 wyniosła 35,740 mld PLN wobec 13,347 mld PLN w 2024.** W sprawozdaniu rocznym NBP podał, że na poziom wyniku finansowego za 2025 wpłynęły głównie: ujemny wynik z różnic kursowych walut obcych w kwocie -36,742 mld PLN; ujemny wynik z tytułu prowadzonej polityki pieniężnej w kwocie -20,964 mld PLN oraz dodatni wynik zarządzania rezerwami walutowymi (w walucie instrumentów) w kwocie 24,694 mld PLN.
- **POL: Badanie Szybki Monitoring NBP wskazuje, że w 4q25 sytuacja finansowa przedsiębiorstw zatrudniających 50+ pracowników poprawiała się, utrzymała się wysoka dynamika wyniku finansowego, mimo hamowania przychodów. Jednocześnie badanie wskazuje na coraz większe zróżnicowanie wśród firm – poprawa była skoncentrowana w ograniczonej grupie przedsiębiorstw, a odsetek rentownych podmiotów ponownie się obniżył. Potwierdza to zjawisko K-kształtnej gospodarki, w której za coraz większą część wzrostu odpowiadają najsilniejsze/największe podmioty przy słabszych wynikach pozostałych. Wskaźniki mierzące nasilenie presji płacowej w firmach wskazują na jej stopniowe wygasanie, a same koszty pracy są coraz rzadziej wymienianą barierą rozwoju. Jednocześnie w 4q25 pogłębiła się niekorzystna luka między wydajnością pracy (7,5% r/r) a przeciętnymi kosztami pracy (8,9% r/r). Najgłębsze spowolnienie wzrostu wydajności pracy dotyczyło handlu i przemysłu. Nadal więcej firm deklaruje, że koszty pracy rosną szybciej niż wydajność (taka sytuacja utrzymuje się od 2017), ale odsetek netto systematycznie spada i jest najniższy od 2021. Firmy wskazały, że w 1q26 wyraźnie pogorszyła się ich sytuacja ekonomiczna, co mogło wynikać z obaw związanych z konsekwencjami konfliktu na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie firmy, jak na razie, traktują konflikt jako przejściowy, bo wskaźnik prognoz popytu na najbliższy kwartał kontynuował wzrosty i w 1q26 znajdował się powyżej mediany, najwyżej od 2021. Wzrost inwestycji dużych przedsiębiorstw w 4q25 istotnie przyspieszył (do 8,7% r/r), ożywienie miało szeroki zakres, a jego fundamentem były inwestycje sektora prywatnego. Szczególnie pozytywny może być pierwszy od trzech lat wzrost inwestycji w przedsiębiorstwach zagranicznych (o 9,9% r/r). W takim samym tempie rosły inwestycje w przedsiębiorstwach publicznych. Utrzymuje się**

Kwartalny wskaźnik prognoz popytu



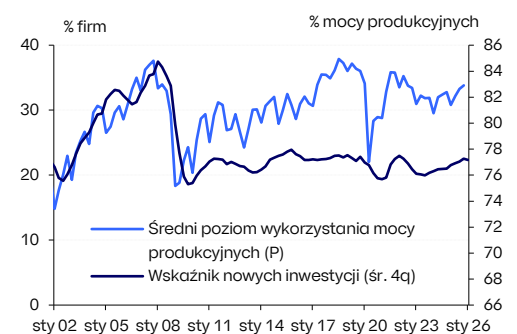
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Miary presji płacowej w dużych przedsiębiorstwach



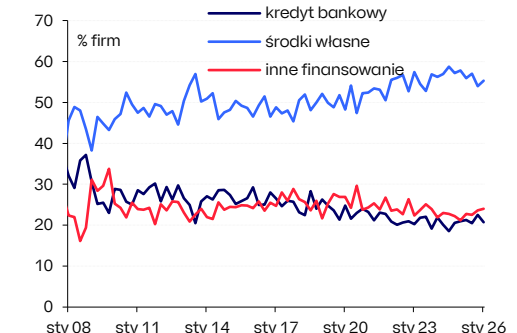
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Średni poziom wykorzystania mocy produkcyjnych firm a wskaźnik nowych inwestycji



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Planowane źródła finansowania nowych inwestycji wg dużych przedsiębiorstw



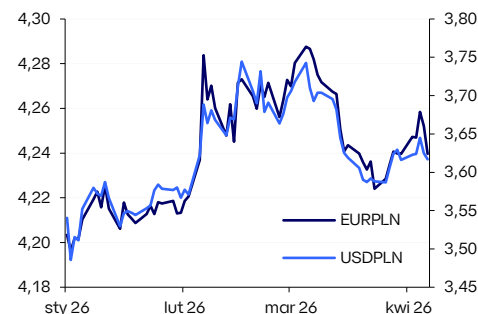
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

zdecydowana przewaga 100 największych inwestorów w generowaniu zmienności dynamiki inwestycji – co oznacza, że pozostała część firm jest bardziej pasywna w odniesieniu do nakładów rozwojowych. **Prognozy aktywności inwestycyjnej nie uległy większym zmianom** – wskaźnik OPTIN pozostaje zbliżony do wieloletniej średniej. Poprawiły się prognozy wzrostu nakładów w perspektywie rocznej, mimo spadku odsetka firm planujących nowe inwestycje. Bardzo optymistyczne pozostawały plany inwestycyjne przedsiębiorstw publicznych, przy stabilizacji ocen w krajowych przedsiębiorstwach prywatnych i osłabionych planach aktywności inwestycyjnej w firmach zagranicznych. Nieznacznie wzrósł odsetek firm ubiegających się o kredyt, przy jednoczesnym spadku prognoz firm własnego zadłużenia z tytułu kredytu. Może to wynikać z systematycznie poprawiającej się sytuacji płynnościowej sektora - w 1q26 rekordowe prawie 85% firm wskazywało na brak problemów z płynnością. **Badanie NBP wskazuje również, że w 1q26 wzrosła presja cenowa** – do 18,8% z 17,7% wzrósł odsetek firm podnoszących ceny przy spadku odsetka firm obniżających je (do 6,1% z 6,4%). Mimo tego, wskaźnik cen bieżących nie zmienił się istotnie. Firmy wskazują na duże trudności z przenoszeniem wyższych kosztów na ceny produktów, ale w 1q26 odnotowały pewną poprawę w tym zakresie. W 1q26 wzrósł wskaźnik prognoz zmian cen produktów firm w horyzoncie 12-miesięcznym, w szczególności w handlu, transporcie i budownictwie. Istotnie wzrosły też oczekiwania firm dotyczące poziomu inflacji CPI – w 1q26 statystyka bilansowa osiągnęła najwyższy poziom od końca 2022.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty w minionym tygodniu nieznacznie osłabił się wobec euro i dolara. Kurs EURPLN wzrósł do 4,2450, a USDPLN poszedł w górę w pobliże 3,62. Na rynkach bazowych EURUSD w horyzoncie tygodnia zwyżkował minimalnie do 1,1720.**
- **Ubiegły tydzień obfitował w wydarzenia makroekonomiczne, rynkowe i geopolityczne, jednak wpływ tych czynników w dużej mierze równoważył się.** Złotego wspierał spadek szans na kontynuację obniżek stóp NBP po tym, jak wstępny odczyt inflacji CPI za kwiecień okazał się wyższy od prognoz ekonomistów. Z drugiej strony polskiej walucie ciążyły słabsze nastroje wobec europejskich aktywów, związane z narastającymi obawami o stagflację strefie euro. Taki scenariusz wspierały rozczarowujące dane makro ze Starego Kontynentu oraz rosnąca presja inflacyjna. Ciekawa sytuacja miała miejsce na rynku dolara, gdzie napięta geopolityka oraz relatywna odporność gospodarki USA, potwierdzana pozytywnymi niespodziankami w danych makro, powinny sprzyjać umocnieniu USD. Efekt ten ograniczyła jednak czwartkowa, prawdopodobna interwencja japońskiego Ministerstwa Finansów na rynku jena, które wydaje się bronić poziomu 160 USDJPY. Działania władz Japonii pośrednio osłabiły USD, w efekcie czego EURUSD odbił z okolic 1,1660, a USDPLN cofnął się o ok. 5 figur (intraday) z rejonu 3,6550.
- **W obecnym tygodniu trendy na rynku FX będą kształtować przede wszystkim czynniki geopolityczne, seria danych z amerykańskiego rynku pracy oraz lokalnie przekaz z majowego posiedzenia RPP.** Przy założeniu braku kolejnej interwencji na rynku jena oraz braku znaczącej deeskalacji na Bliskim Wschodzie widzimy przestrzeń do umiarkowanego umocnienia dolara i utrzymania presji na euro oraz waluty EM. W scenariuszu bazowym zakładamy, że kursy EURPLN i USDPLN w horyzoncie najbliższych dni mogą kierować się odpowiednio w stronę 4,26 i 3,65, a EURUSD poniżej 1,17.
- **Na rynku stopy procentowej ostatni tydzień przyniósł silny wzrost krzywej dochodowości polskich obligacji skarbowych.** Powodem osłabienia notowań były przede wszystkim obawy inwestorów przed eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz wzrost cen surowców energetycznych.
- **W najbliższych dniach można oczekiwać odreagowania. Wydaje się, że rynki wyceniają już umiarkowanie pesymistyczne scenariusze, a ze strony władz USA oraz Iranu widoczne są raczej sygnały wskazujące na możliwość podjęcia rozmów pokojowych.** Na razie obie strony sformułowały własne propozycje, które są obecnie analizowane. **Rozmowy pokojowe, przy braku nowych działań militarnych, powinny uspokoić rynki i stworzyć przestrzeń do spadku rentowności obligacji: 2-letnich przynajmniej do 4,4%, a 10-letnich do 5,6%.**
- **Popyt na aktywa bezpieczne może w najbliższych dniach również wzrosnąć na skutek informacji o możliwości wprowadzenia przez USA ceł na samochody produkowane w państwach UE.** Skalę odreagowania może jednak nieco hamować zapowiedź uplasowania na krajowym rynku pierwotnym oferty obligacji o wartości wyższej od oczekiwań. Według zapowiedzi Ministerstwa Finansów, na trzech aukcjach regularnych mają zostać sprzedane papiery o wartości 19–37 mld PLN. Dla porównania, oczekiwaliśmy podaży na poziomie 29 mld PLN, w tym 8 mld PLN w ramach aukcji zamiany. Jak pokazał kwiecień, ostateczna sprzedaż będzie w dużej mierze uzależniona od globalnego sentymentu rynkowego. **Europejskiemu rynkowi długu nie sprzyja również dyskusja dotycząca możliwego zaostrzenia polityki pieniężnej przez EBC w najbliższych kwartałach (do podwyżki stóp mogłoby dojść już w czerwcu).** Takie sygnały będą stabilizować rentowności 10-letnich Bundów w przedziale 3,0–3,1%.

Waluty



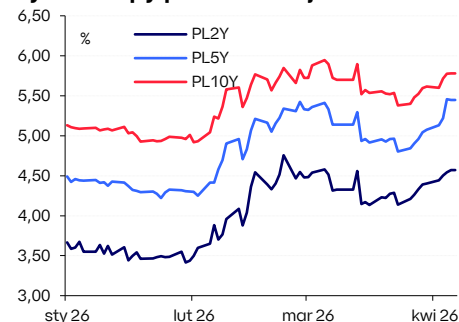
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	2q26	3q26
EURPLN	4,27	4,27
USDPLN	3,65	3,65
CHFPLN	4,64	4,59
EURUSD	1,17	1,17
EURCHF	0,92	0,93

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



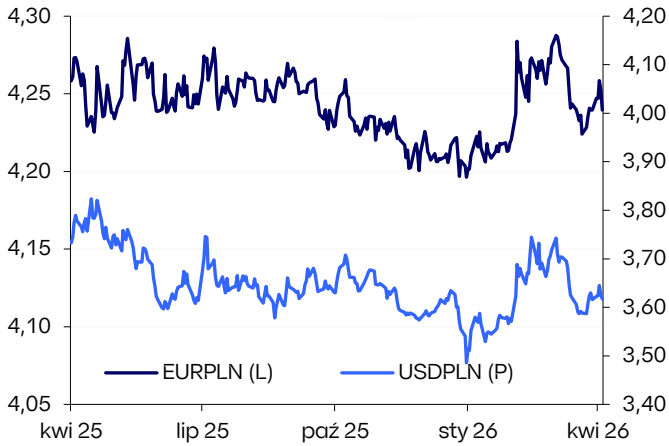
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

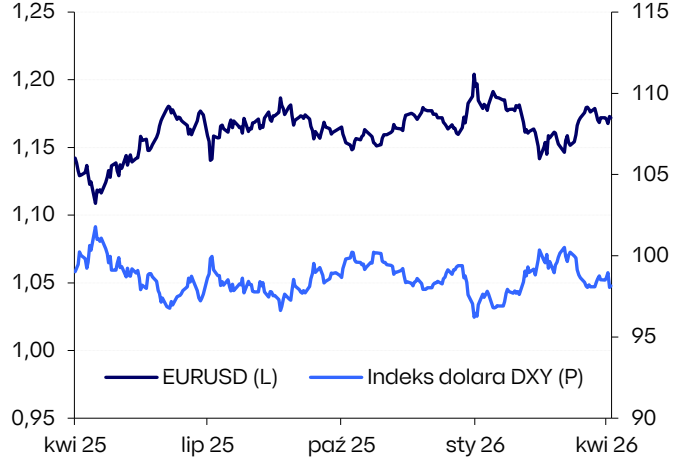
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

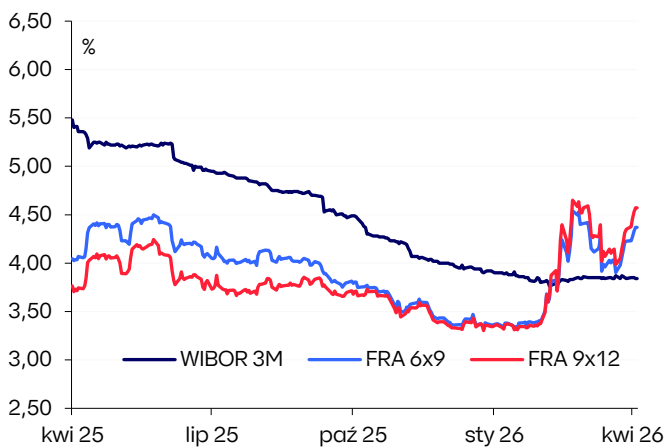
PLN vs główne waluty



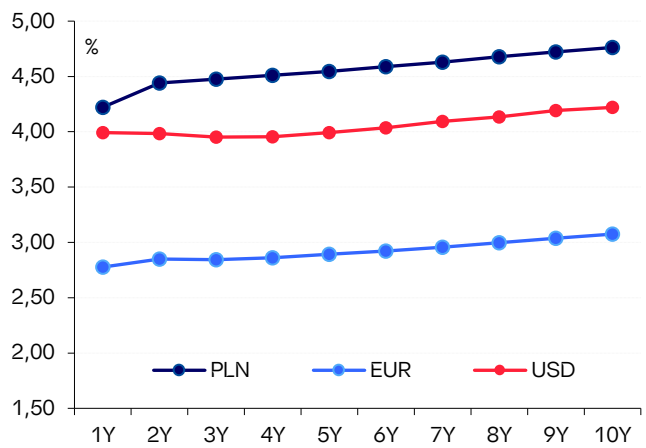
Notowania USD



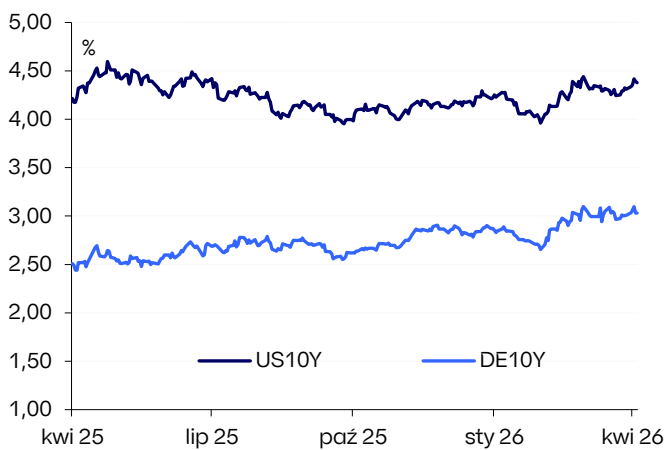
Krótkoterminowe stopy procentowe



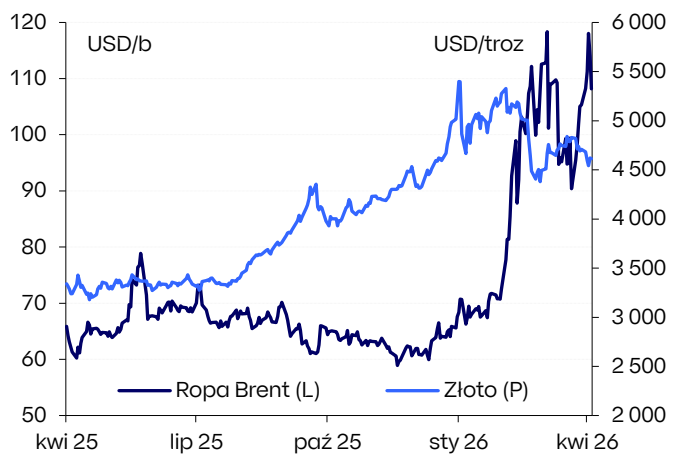
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Czwartek, 30 kwietnia						
HUN: Wzrost PKB (1q)	08:30	% r/r	0,8	1,3	--	1,7
CZE: Wzrost PKB (1q)	09:00	% r/r	2,7	2,5	--	2,1
POL: Inflacja CPI (kwi., wst.)	09:30	% r/r	3,0	2,9	2,9	3,2
GER: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	0,4	0,2	--	0,3
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	1,2	0,9	--	0,8
EUR: Inflacja HICP (kwi., wst.)	11:00	% r/r	2,6	3,0	--	3,0
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	3,75	3,75	3,75	3,75
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,00	2,00	2,00	2,00
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,15	2,15	2,15	2,15
USA: Deflator PCE (mar.)	14:30	% r/r	2,8	3,5	--	3,5
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	0,5	2,2	--	2,0
Piątek, 1 maja						
USA: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	15:45	pkt.	52,3	54,0	--	54,5
USA: ISM w przetwórstwie (kwi.)	16:00	pkt.	52,7	53,1	--	52,6
Poniedziałek, 4 maja						
POL: PMI w przetwórstwie (kwi.)	9:00	pkt.	48,7	48,7	48,6	--
GER: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	9:55	pkt.	52,2	51,2	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	10:00	pkt.	51,6	52,2	--	--
EUR: Indeks Sentix (maj)	10:30	pkt.	-19,2	-22,0	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (mar.)	16:00	% m/m	0,0	0,6	--	--
Wtorek, 5 maja						
USA: Bilans handlowy (mar.)	14:30	mld USD	-57,3	-60,8	--	--
USA: Raport JOLTS (mar.)	16:00	mln	6,882	6,850	--	--
Środa, 6 maja						
CZE: Inflacja CPI (kwi., wst.)	9:00	% r/r	1,9	2,5	2,6	--
EUR: Inflacja PPI (mar.)	11:00	% r/r	-3,0	1,8	--	--
USA: Raport ADP (kwi.)	14:15	tys	62	115	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	3,75	3,75	3,75	--
Czwartek, 7 maja						
GER: Zamówienia fabryczne (mar.)	8:00	% m/m	0,9	1,0	--	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,00	4,00	4,00	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	189	200	--	--	--
Piątek, 8 maja						
GER: Produkcja przemysłowa (mar.)	8:00	% m/m	-0,3	0,5	--	--
HUN: Inflacja CPI (kwi.)	8:30	% r/r	1,8	2,2	2,2	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (kwi.)	14:30	tys.	178	65	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (kwi.)	14:30	% r/r	3,5	3,8	--	--
USA: Stopa bezrobocia (kwi.)	14:30	%	4,3	4,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, wst.)	16:00	pkt.	49,8	49,5	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	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
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X](#) @PKO_Research



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 przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.