

Czy USA wycofają się z sankcji na Iran?

- W poniedziałek zmienność na globalnych rynkach determinowana była przede wszystkim przez wahania cen ropy naftowej i informacje geopolityczne z Bliskiego Wschodu. Początkowo nastroje obciążał wzrost cen Brent wyraźnie powyżej 110 USD/b po doniesieniach o ataku dronów na elektrownię atomową w ZEA. W drugiej części dnia sentyment poprawił się wraz z sygnałami możliwej deeskalacji napięć w Zatoce Perskiej, które doprowadziły do spadku premii geopolitycznej w cenach ropy oraz lekkiego osłabienia dolara. W rezultacie złoty nieznacznie umocnił się wobec głównych walut, przy jednoczesnym wzroście EURUSD w okolice 1,1650. Na krajowym rynku długu rentowności SPW zakończyły sesję 0–6pb poniżej piątkowego zamknięcia, a rentowności obligacji na rynkach bazowych lekko wzrosły. We wtorek zakładamy, że rynek może pozycjonować się pod scenariusz wznowienia rozmów USA–Iran i częściowego spadku premii geopolitycznej, co tworzy **asymetryczne prawdopodobieństwo lekkiego umocnienia PLN, z możliwością zejścia EURPLN poniżej 4,24 i USDPLN w okolice 3,62. Na krajowym rynku FI oczekujemy spokojniejszego handlu i krótkoterminowej stabilizacji**, wspieranej popytem inwestorów wykorzystujących wcześniejszą przecenę, choć nierozwiązana kwestia Ormuzu oraz utrzymująca się presja na rynku ropy ograniczają przestrzeń do trwałszego spadku rentowności.
- Dzisiaj kalendarz publikacji makro świeci pustkami.** W strefie euro poznamy dane o bilansie handlowym w marcu.
- Ponadto wypowiadać się będą bankierzy centralni:** główny ekonomista EBC, P.Lane, oraz członek zarządu Fed, Ch.Waller.

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

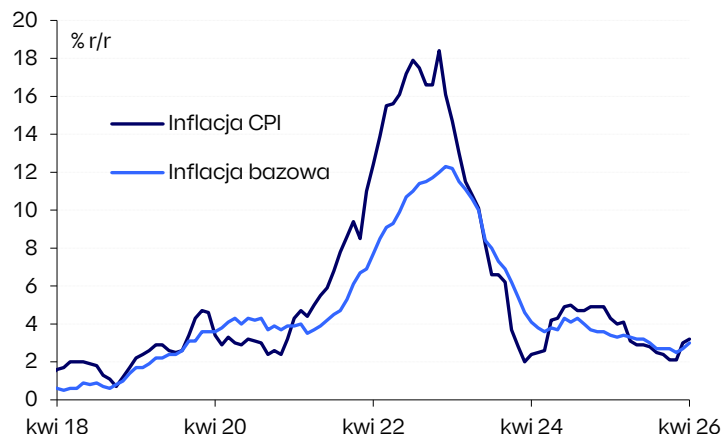
	Wartość 2026-05-18	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	133 357	1,5
STOXX Europe 600	610	0,5
S&P500	7 403	-0,1
Waluty:		
EURPLN	4,24	-0,1
USDPLN	3,64	-0,3
CHFPLN	4,64	0,2
EURUSD	1,17	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,74	-6
PL5Y	5,65	0
PL10Y	5,96	-4
DE10Y	3,16	1
US10Y	4,62	3
Surowce:		
Ropa Brent	112	2,6
Złoto	4566	0,6

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

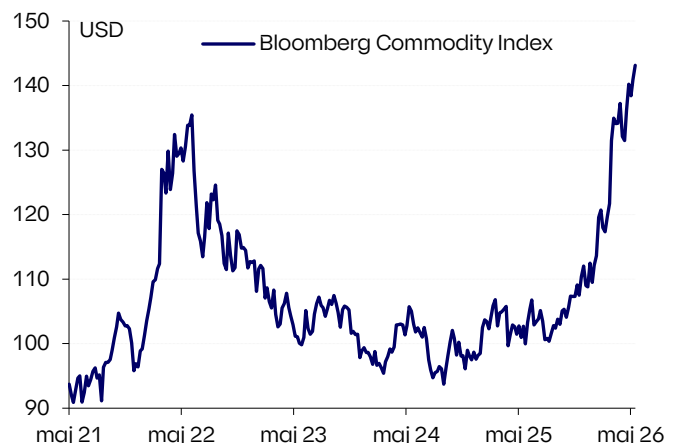
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- ŚWIAT:** Irańskie media poinformowały, że USA zaproponowały czasowe zawieszenie sankcji na irańską ropę, co stanowi kluczowy warunek Teheranu dla zawarcia porozumienia pokojowego i ponownego otwarcia cieśniny Ormuz. USA nie potwierdziły, że przedstawiły taką propozycję, która, według półoficjalnej irańskiej agencji Tasnim, miałaby obowiązywać do czasu osiągnięcia ostatecznego porozumienia. Prezydent D.Trump poinformował również, że na prośbę przywódców Arabii Saudyjskiej, Kataru i ZEA wstrzymał

Inflacja bazowa w kwietniu wzrosła do poziomu najwyższego od 6 miesięcy



Benchmarkowy indeks surowców osiągnął 13-letni szczyt dzięki rosnącym cenom ropy, gazu i miedzi



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

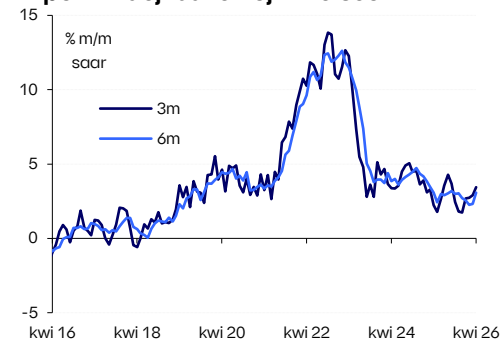
się „na 2-3 dni” z planowanym na dziś atakiem na Iran ze względu na dobro prowadzonych negocjacji z Iranem.

- **USA: Resort finansów ogłosił przedłużenie zawieszenia sankcji na zakup rosyjskiej ropy załadowanej na statki.** To trzecie z rzędu zawieszenie obowiązywania sankcji. Sekretarz skarbu S.Bessent uzasadnił decyzję potrzebami państw najbardziej wrażliwych na kryzys. Pierwsze zawieszenie sankcji uzasadniane było chęcią obniżek cen ropy, a drugie motywowane było „prośbą państw najuboższych energetycznie”. Wcześniej S.Bessent zapowiadał, że nie dojdzie do kolejnego przedłużenia zwolnienia z sankcji. Rosja, wg szacunków Demokratów w Senacie, dzięki wojnie USA i Izraela z Iranem oraz zawieszeniu sankcji zarabia na handlu ropą dodatkowe 150 mln USD dziennie.
- **USA:** Prezydent D.Trump przyjmie przysięgę od nowego prezesa Fed K.Warsha na ceremonii w piątek, co formalnie zakończy proces wyboru szefa Fed.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) w kwietniu wzrosła do 3,0% r/r z 2,7% r/r w marcu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami.** W ujęciu miesięcznym wzrost cen w kategoriach bazowych wyniósł 0,9% i był największy od 3 lat (0,4% po korekcie o czynniki sezonowe). W efekcie impetu inflacji bazowej (zannualizowana średnia geometryczna odsezonowanych zmian miesięcznych) przyspieszył do 3,4% (średnia 3-miesięczna) oraz 3,1% (średnia 6-miesięczna, mniej zmienna). **Szacujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja bazowa będzie rosła, a do końca roku może zbliżyć się do 4% r/r.**
- **POL: Prezes NBP A.Głapiński powiedział, że Rada Polityki Pieniężnej nie zobowiązuje się do żadnych działań.** Dodał, że gospodarka wykazuje odporność, a inflacja utrzymuje się w przedziale dopuszczalnych odchyień od celu NBP (w kwietniu wyniosła 3,2% r/r wobec celu 2,5% r/r \pm 1pp). Przewodniczący RPP powiedział również, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne są zakotwiczone, a polityka pieniężna jest restrykcyjna w porównaniu z okresem po pandemii COVID-19.
- **POL:** Produkcja usług w lutym wzrosła o 7,0% r/r, zaś w ujęciu miesięcznym o 4,5%. Po korekcie o czynniki sezonowe wzrost produkcji usług wyniósł 5,1% r/r oraz 0,5% m/m.
- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 17 maja podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 64,1% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.

Impet inflacji bazowej w Polsce

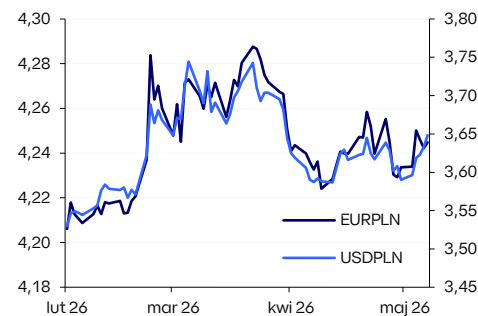


Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W poniedziałek złoty nieznacznie umocnił się wobec euro i dolara**, w pobliżu odpowiednio 4,24 na EURPLN oraz 3,6350 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX nieco słabszy dolar przełożył się na wzrost kursu EURUSD w okolicy 1,1650.
- Zgodny z konsensusem ekonomistów wzrost inflacji bazowej w Polsce do 3,0% r/r w kwietniu nie miał zauważalnego wpływu na notowania złotego, który pozostawał głównie pod wpływem czynników zewnętrznych. Początkowo nastroje inwestycyjne pozostawały słabsze, czemu sprzyjał wzrost cen ropy Brent wyraźnie powyżej 110 USD/b po informacjach o ataku dronów na elektrownię atomową w ZEA. W drugiej części dnia sentyment jednak poprawił się po zdementowanych później doniesieniach medialnych, że Stany Zjednoczone mogą zgodzić się na czasowe złagodzenie sankcji na irańską ropę naftową oraz po wieczornej deklaracji D.Trumpa, że wstrzymał się z zaplanowanym na wtorek atakiem na Iran ze względu na postęp w prowadzonych negocjacjach. W rezultacie **notowania ropy Brent zniwelowały w większości wcześniejszy wzrost, a dolar globalnie zaczął lekko tracić, co wsparło waluty rynków wschodzących, w tym złotego**. Poniedziałkowe przesunięcia nie zmieniły jednak układu bieżących trendów na obserwowanych przez nas parach walutowych.
- We wtorek krajowy kalendarz makroekonomiczny jest pusty, a w kalendarzu globalnym brakuje publikacji o potencjalnie istotnym wpływie na rynki. Złoty powinien więc pozostawać głównie pod wpływem nastrojów zewnętrznych, kształtowanych przez ceny ropy naftowej i towarzyszące im oczekiwania inflacyjne. W naszej ocenie **rynek może pozycjonować się pod scenariusz wznowienia rozmów na linii USA-Iran i częściowego spadku premii geopolitycznej w cenach ropy**. W takim otoczeniu **widzimy asymetryczne prawdopodobieństwo lekkiego umocnienia złotego, co mogłoby skierować kurs EURPLN poniżej 4,24, a USDPLN w okolicy 3,62**.
- Rentowności krajowych SPW zakończyły poniedziałkową sesję 0-6pb poniżej piątkowego zamknięcia. W segmencie 10-letnim dochodowość ostatecznie ustabilizowała się w okolicy 5,96%, podczas gdy na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries wzrosły o 3pb do 4,62%, a niemieckich Bundów o 1pb, do 3,16%.
- Gwałtowne wzrosty rentowności na rynkach światowych zdominowały uwagę uczestników rynku już w piątek. Negatywny sentyment na rynku FI utrzymał się również w azjatyckiej części poniedziałkowej sesji i szczególnie mocno dotknął **rynek japoński, gdzie rentowności ultradługich obligacji 30- 40-letnich wzrosły do nienotowanych wcześniej poziomów, odpowiednio ok. 4,10% i 4,35%**. Również podczas poniedziałkowego handlu w Azji amerykańskie Treasuries wyznaczyły maksima rentowności w ramach obecnego epizodu globalnej wyprzedazy długu skarbowego. **Dochodowość 10- i 30-letnich obligacji skarbowych USA wzrosła przejściowo odpowiednio do 4,63% i 5,15%**. Pod wpływem tych ruchów **polski rynek SPW na początku europejskiej sesji chwilowo przebił barierę 6% w sektorze 10- letnim**. Po nerwowym otwarciu tygodnia na krajowym i globalnym rynku długu, przy braku nowych katalizatorów makroekonomicznych i geopolitycznych, sytuacja stopniowo się ustabilizowała, a rentowności wraz z przebiegiem sesji lekko spadły. W warunkach silnej koncentracji inwestorów na danych inflacyjnych neutralnie odebrany został odczyt inflacji bazowej w Polsce, która zgodnie z oczekiwaniami wzrosła do 3%.
- Oczekujemy, że wtorkowy handel przebiegać będzie spokojniej. **W krótkim terminie stabilizująco może działać popyt ze strony inwestorów wykorzystujących przecenę do odbudowy pozycji na rynku FI**. Jednocześnie nierozwiązana kwestia Ormuzu oraz narastające niedobory ropy na rynku światowym ograniczają przestrzeń do bardziej trwałego spadku rentowności.

Waluty



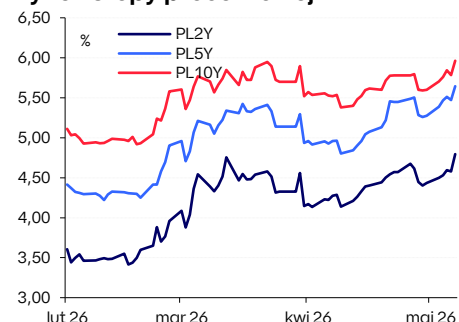
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	2q26	3q26
EURPLN	4,27	4,26
USDPLN	3,65	3,61
CHFPLN	4,64	4,58
EURUSD	1,17	1,18
EURCHF	0,92	0,93

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



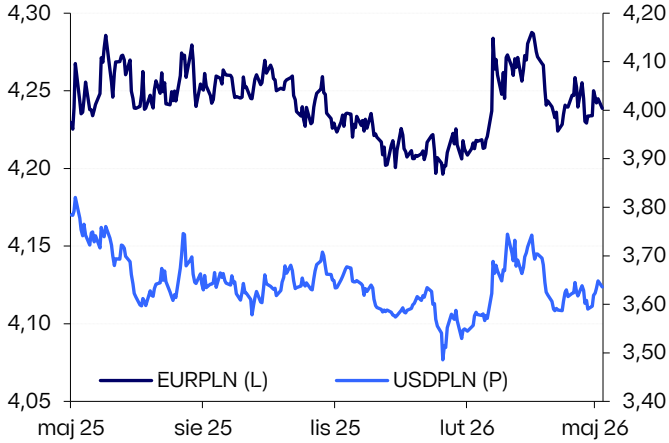
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

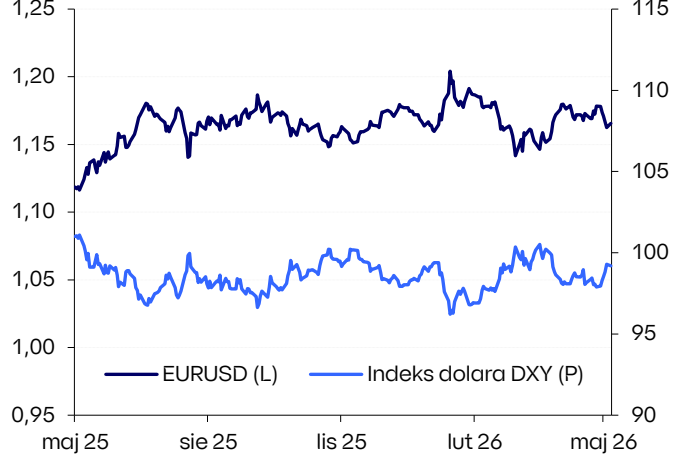
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

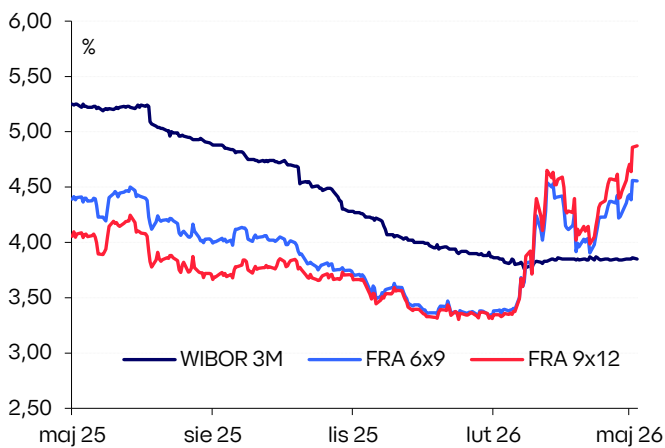
PLN vs główne waluty



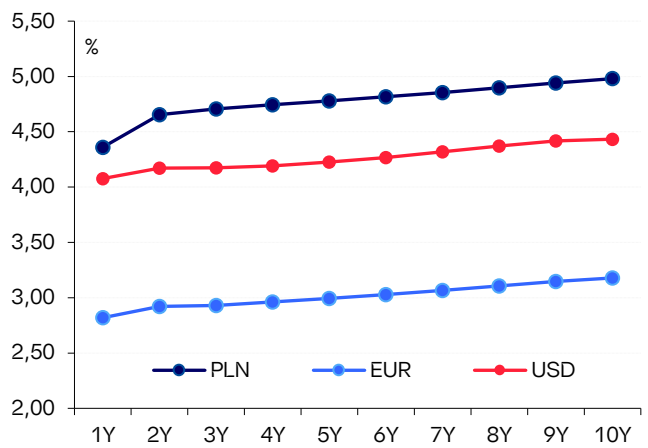
Notowania USD



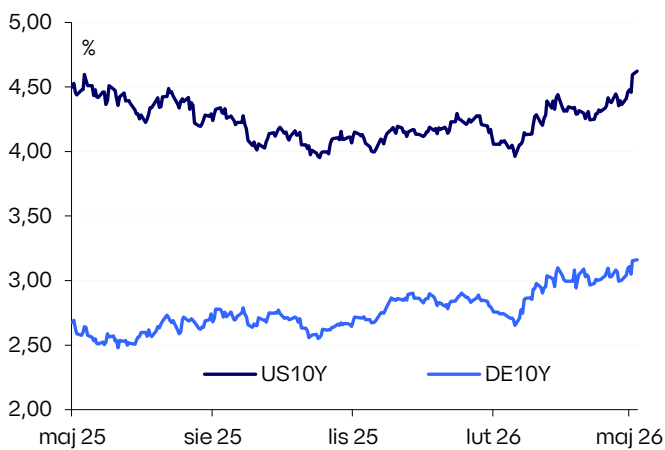
Krótkoterminowe stopy procentowe



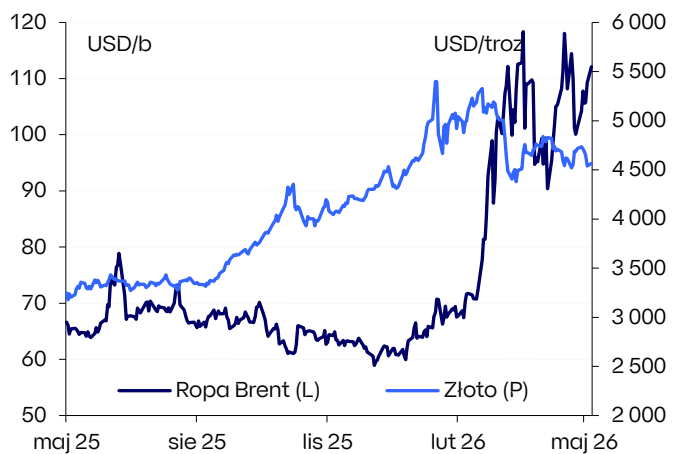
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 15 maja						
POL: Inflacja CPI (kwi., rew.)	9:30	% r/r	3,0	3,2	3,2	3,2
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar.)	10:00	mld CZK	17,37	9,10	--	5,9
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar.)	14:00	mldn EUR	-1034	-1050	-1275	-234
POL: Eksport (mar.)	14:00	% r/r	1,9	8,1	8,9	7,4
POL: Import (mar.)	14:00	% r/r	3,4	6,5	8,3	3,8
USA: Produkcja przemysłowa (kwi.)	15:15	% m/m	-0,3	0,3	--	0,7
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
Poniedziałek, 18 maja						
POL: Inflacja bazowa (kwi.)	14:00	% r/r	2,7	2,9	2,9-3,0	3,0
Wtorek, 19 maja						
EUR: Bilans handlowy (mar.)	11:00	mld	7,0	--	--	--
Środa, 20 maja						
GER: Inflacja PPI (kwi.)	8:00	% r/r	-0,2	1,5	--	--
POL: Koniunktura konsumencka (maj)	9:30	pkt.	-14,1	-14,9	-15,0	--
EUR: Inflacja HICP (kwi., rew.)	11:00	% r/r	3,0	3,0	--	--
EUR: Inflacja bazowa (kwi., rew.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	--
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 21 maja						
GER: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	9:30	pkt.	51,4	51,0	--	--
GER: PMI w usługach (maj, wst.)	9:30	pkt.	46,9	47,0	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	9:30	% r/r	6,6	6,1	6,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	9:30	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9	--
POL: Produkcja przemysłowa (kwi.)	9:30	% r/r	9,4	4,2	4,5	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (kwi.)	9:30	% r/r	0,4	1,3	1,2	--
POL: Inflacja PPI (kwi.)	9:30	% r/r	-0,8	-0,1	0,0	--
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	10:00	pkt.	52,2	51,8	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, wst.)	10:00	pkt.	47,6	47,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	211	210	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi.)	14:30	mln	1,502	1,41	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., wst.)	14:30	mln	1,363	1,38	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	15:45	pkt.	54,5	53,8	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, wst.)	16:00	pkt.	-20,6	-20,6	--	--
Piątek, 22 maja						
GER: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	0,4	0,3	--	--
GER: Indeks Ifo (maj)	10:00	pkt.	84,4	84,2	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	49,8	48,2	--	--

Zródło: 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](#)



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.