

Rentowności amerykańskich obligacji na rekordowych poziomach

- Kluczowym tematem wtorkowej sesji na rynkach finansowych pozostały wzrosty rentowności obligacji skarbowych. Dochodowość 10-letnich Treasuries przebiła poziom 4,65%, a 30-letnich sięgnęła 5,19%, najwyższej od 2007. Rentowność 10-letnich krajowych SPW już drugą sesję z rządu zakończyła handel powyżej poziomu 6%, w okolicy 6,05%. Presja płynąca z rynku stopy procentowej ograniczała entuzjazm na rynkach akcji, choć nie doprowadziła do ich wyraźnej destabilizacji. **Obraz indeksów giełdowych był we wtorek mieszany.** W grupie spadkowej znalazł się polski WIG, który stracił ponad 1%. Na wartości tracił również złoty — **EURPLN wzrósł do 4,25, a USDPLN do 3,66.** Jednocześnie umacniał się dolar amerykański, spychając EURUSD w okolice 1,16. W środę uwaga inwestorów pozostanie skoncentrowana na rynku obligacji. **Kontynuacja szybkich wzrostów rentowności będzie zwiększać presję na nowe działania USA wobec Iranu,** a jednocześnie ograniczać przestrzeń banków centralnych do utrzymywania łagodnego nastawienia wobec inflacyjnych konsekwencji konfliktu w Zatoce Perskiej.
- **Dziś globalnie najciekawsze będą minutes z kwietniowego posiedzenia FOMC, na którym Fed utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie.** Było to ostatnie posiedzenie pod kierownictwem Prezesa J.Powella i przyniosło ono znaczącą rozbieżność w opiniach członków Komitetu.
- **W strefie euro poznamy ostateczne dane o inflacji HICP w kwietniu, która - według wstępnego szacunku - wzrosła do 3,0% r/r, zaś inflacja bazowa pozostała na poziomie 2,2% r/r.** Ponadto, w Niemczech zostaną opublikowane dane o inflacji PPI w kwietniu, która mogła wzrosnąć do 1,5% r/r z -0,2% r/r miesiąc wcześniej.
- **W Polsce GUS opublikuje dane o koniunkturze konsumenckiej w maju.** Zakładamy, że bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej obniżył się względem kwietnia.

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

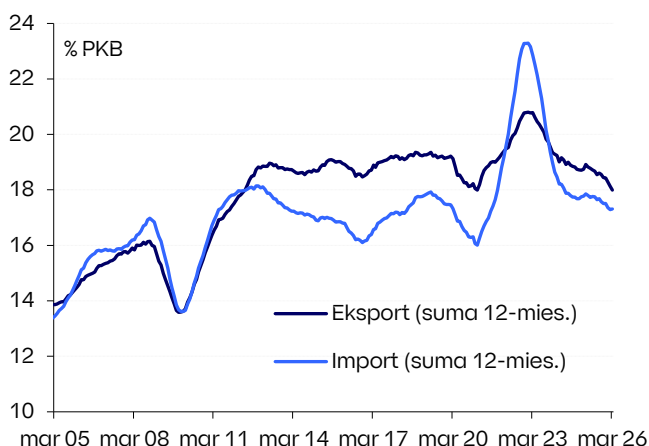
	Wartość 2026-05-19	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	131 727	-1,2
STOXX Europe 600	611	0,2
S&P500	7 354	-0,7
Waluty:		
EURPLN	4,25	0,2
USDPLN	3,66	0,6
CHFPLN	4,63	-0,1
EURUSD	1,16	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,74	1
PL5Y	5,68	3
PL10Y	6,05	1
DE10Y	3,19	3
US10Y	4,67	5
Surowce:		
Ropa Brent	111	-0,7
Złoto	4481	-1,9

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** Dwa chińskie tankowce przewożące około 4 mln baryłek irackiej ropy opuściły cieśninę Ormuz, co wzmocniło nadzieje na deeskalację napięć między USA, Izraelem a Iranem. D.Trump zapowiedział, że konflikt zakończy

Szybko spadająca relacja eksportu do PKB staje się dużym wyzwaniem dla opierającej się na handlu strefy euro



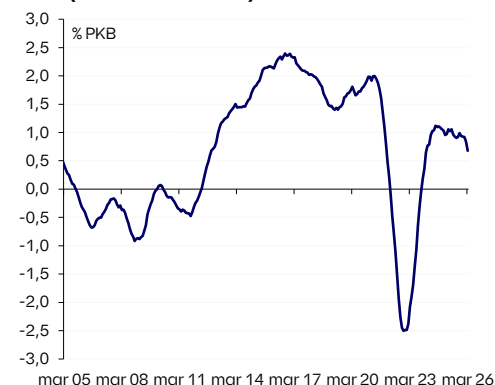
Uwaga inwestorów koncentruje się na historycznych wzrostach rentowności na rynkach bazowych



się „bardzo szybko”, podczas gdy J.D. Vance wskazał na postęp w rozmowach z Teheranem, choć podkreślił trudności wynikające z niejednolitego stanowiska irańskich władz. Iran domaga się zniesienia sankcji, odblokowania zamrożonych aktywów oraz wycofania wojsk amerykańskich z regionu. Obecne propozycje pokojowe są zbliżone do wcześniejszych, które zostały odrzucone przez Waszyngton. Xi Jinping, podczas spotkania w Pekinie z W.Putinem, zaapelował o wznowienie negocjacji w sprawie całkowitego zakończenia konfliktu na Bliskim Wschodzie.

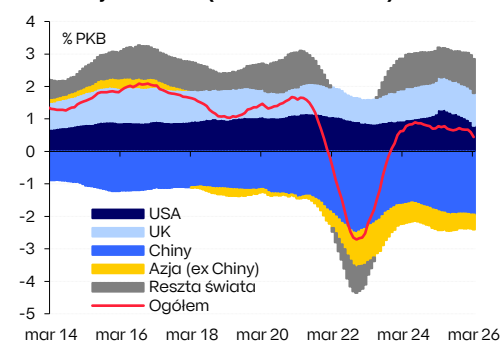
- **ŚWIAT: NATO rozważa możliwość pomocy statkom w przepływananiu przez zablokowaną cieśninę Ormuz**, jeśli szlak wodny nie zostanie ponownie otwarty do początku lipca, wynika z nieoficjalnych informacji, do których dotarł Bloomberg. Pomysł ten ma mieć poparcie kilku członków Organizacji, ale nie uzyskał jeszcze niezbędnej jednogłośnej zgody. Przywódcy państw NATO spotkają się w Ankarze w dniach 7–8 lipca.
- **EUR: Nadwyżka handlowa strefy euro w marcu skurczyła się do 7,8 mld EUR z 11,1 mld EUR w lutym, a w ujęciu płynnego roku do ok. 0,7% PKB z 0,8% PKB w lutym** i wobec lokalnego maksimum na poziomie 1,0% PKB w październiku 2025. Dynamika eksportu trzeci miesiąc z rzędu pozostawała ujemna (–5,5% r/r w marcu) przy dodatniej dynamice importu (4,4% r/r). W konsekwencji, suma eksportu towarów za ostatnie 12 miesięcy w relacji do PKB w marcu wynosiła tylko 18,0% PKB, kontynuując trend spadkowy trwający od połowy 2022. Niepokoić może też przyspieszenie tempa spadku tego wskaźnika, obserwowane w ostatnich miesiącach. Import (w ujęciu sumy 12-mies. w relacji do PKB) również spada, ale w wolniejszym tempie. Jednocześnie wzrost cen surowców energetycznych i status strefy euro jako ich importera netto sprawi, że w kolejnych miesiącach relacja importu do PKB w strefie euro wzrośnie. W marcu 2026 saldo handlowe UE było najniższe od przełomu 2012 i 2013 (pomijając poprzedni szok energetyczny w latach 2022–23, kiedy odnotowano deficyt handlowy sięgający ok. 2,5% PKB). W całej Unii Europejskiej (oraz w strefie euro) główne źródła pogorszenia salda handlowego stanowią mniejsza nadwyżka w handlu z USA oraz pogłębienie deficytu w handlu z Chinami.
- **EUR: UE osiągnęła ostateczne porozumienie handlowe z USA, co umożliwia ratyfikację przed lipcowym terminem wyznaczonym przez D.Trumpa.** Umowa przewiduje zniesienie przez UE ceł na amerykańskie towary przemysłowe w zamian za ograniczenie ceł na eksport z UE do USA do poziomu 15%. Dodatkowo wprowadzono mechanizmy ochronne dla europejskiego przemysłu – KE będzie mogła zawiesić umowę, jeśli po 2026 amerykańskie cła na produkty zawierające stal i aluminium przekroczą 15%. Parlament Europejski i państwa członkowskie UE mają zatwierdzić porozumienie w czerwcu. Umowa łagodzi napięcia handlowe między stronami, jednak UE zastrzega sobie prawo do ochrony swoich interesów w przypadku zmiany polityki celnej przez administrację amerykańską.
- **USA: A.Paulson (Philadelphia Fed, z prawem głosu w FOMC) opowiedziała się za utrzymaniem stóp procentowych na obecnym poziomie, argumentując, że obecna polityka pieniężna pozostaje umiarkowanie restrykcyjna i skutecznie ogranicza presję inflacyjną przy jednoczesnym zachowaniu stabilności na rynku pracy.** Podkreśliła, że ewentualne obniżki stóp byłyby uzasadnione dopiero po trwałym spadku inflacji, która wciąż pozostaje zbyt wysoka. A.Paulson zaznaczyła, że rynek pracy utrzymuje równowagę, a konsumpcja gospodarstw domowych pozostaje stosunkowo odporna mimo rosnących kosztów życia i zwiększonego wykorzystania kart kredytowych.
- **EUR: Przewodnicząca KE U.von der Leyen ogłosiła, że reforma systemu handlu emisjami ETS skupi się na przekierowaniu dochodów ze sprzedaży uprawnień do emisji CO₂ na inwestycje w czyste technologie.** Reforma ma zostać ogłoszona latem, najpóźniej do lipca (zgodnie ze zobowiązaniem Rady Europejskiej ze szczytu w marcu).

Saldo handlowe strefy euro w relacji do PKB (suma 12-mies.)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo handlowe Unii Europejskiej w relacji do PKB (suma 12-mies.)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

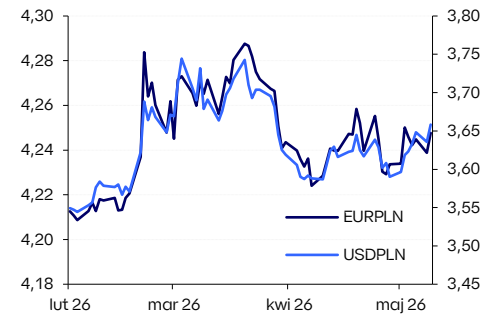
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: J.Tyrowicz (RPP) powtórzyła, że jej zdaniem stopy NBP nie są na odpowiednim poziomie.** Według członkini Rady, przy naturalnej stopie procentowej na poziomie 1,0-1,5% i oczekiwaniach inflacyjnych przekraczających 4% r/r obecny poziom stopy referencyjnej (3,75%) jest poluzowaniem polityki gospodarczej. Według J.Tyrowicz utrzymuje się wysoka dynamika płac, mimo że dane GUS wskazują na spowolnienie jej wzrostu. Różnica w ocenie danych wynika z korekty dokonanej przez J.Tyrowicz ze względu na coroczną zmianę próby firm w badaniu GUS oraz konieczność właściwego odsezonowania.
- **POL: Rząd planuje przyjąć w 2q26 projekt ustawy wprowadzającej podatek od nadzwyczajnych zysków (windfall tax) dla firm zajmujących się produkcją oraz importem paliw ciekłych.** Danina miałaby objąć okres od marca do grudnia 2026 i dotyczyć wyłącznie nadwyżkowych zysków przekraczających historyczny poziom rentowności. Podstawą opodatkowania byłaby część przychodów wynikająca z marży wyższej niż średnia marża z 2025 powiększona o 20%, a stawka podatku miałaby wynieść 75% tej nadwyżki. Rząd argumentuje, że rozwiązanie ma objąć jedynie nadzwyczajne korzyści wynikające z sytuacji rynkowej, bez obciążania standardowej rentowności i inwestycji przedsiębiorstw.
- **POL: Wiceminister J.Szyszko (MFIPR) powiedział, że Polska wykorzysta całą część grantową KPO (110 mld PLN).**

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty we wtorek osłabił się wobec euro i wyraźniej względem dolara, kurs EURPLN wzrósł do 4,25, a USDPLN do 3,6650. Na rynkach bazowych EURUSD spadł do 1,16.**
- Brak widocznych postępów w negocjacjach pokojowych między USA a Iranem przywrócił we wtorek obawy inwestorów przed możliwą eskalacją konfliktu w Zatoce Perskiej. Ponownie wzmocniło to rolę dolara jako bezpiecznej przystani i było jedną z przyczyn jego aprecjacji. W dół szły także indeksy giełdowe w USA oraz główne indeksy na GPW, a w takim otoczeniu złoty tracił, podobnie jak pozostałe waluty z regionu CEE-3. Wtorkowe zmiany notowań obserwowanych przez nas par nie wpłynęły jednak istotnie na obraz ich krótkoterminowych trendów – **EURPLN pozostał w środku krótko- i średnioterminowego trendu bocznego, USDPLN ponownie testował dolne ograniczenie strefy oporów 3,66–3,68, a EURUSD utrzymał się powyżej istotnego wsparcia na 1,1570.**
- Nie zakładamy, by środowe odczyty inflacji z Europy za kwiecień br. oraz protokół z kwietniowego posiedzenia FOMC istotnie wpłynęły na rynkowe nastroje. Kluczowym czynnikiem dla inwestorów pozostanie geopolityka i perspektywy odblokowania cieśniny Ormuz, gdyż będą one wpływać na ceny ropy, oczekiwania inflacyjne, przyszłą politykę pieniężną banków centralnych, a finalnie także na globalny apetyt na ryzyko. Doniesienia medialne wskazują, że obecne okno czasowe na negocjacje USA–Iran jest krótkie, co oznacza, że ewentualny brak sygnałów postępu w najbliższych dniach może zwiększać nerwowość inwestorów. **Na razie jednak nie zakładamy eskalacji militarnej w Zatoce Perskiej, a tym samym w obecnym otoczeniu naszym scenariuszem bazowym pozostaje stabilizacja EURPLN wokół 4,24–4,25 oraz utrzymanie USDPLN poniżej strefy oporów 3,66–3,68.**
- Rentowności krajowych SPW poruszały się we wtorek w przedziale od +1 do +3pb. **W segmencie 10-letnim SPW dochodowość ostatecznie wzrosła do 6,05%**, podczas gdy na rynkach bazowych rentowność amerykańskich Treasuries wzrosła o 5pb, do 4,67%, a niemieckich Bundów o 3pb, do 3,19%.
- W otoczeniu rynkowym zdominowanym przez rozwój konfliktu na Bliskim Wschodzie ważnym nowym elementem były doniesienia o odwołaniu przez prezydenta D.Trumpa planowanej nowej akcji militarnej przeciwko Iranowi. W naszej ocenie świadczy to o rosnącym niezadowoleniu administracji USA z rozwoju sytuacji w Zatoce Perskiej oraz ograniczonej skuteczności strategii blokady irańskich portów. **Zamiast ekonomicznie przełamać opór Iranu, działania te doprowadziły – poprzez gwałtowny wzrost cen ropy – do destabilizacji globalnego rynku stopy procentowej i silnego wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych pod koniec ubiegłego tygodnia.** W początkowej fazie konfliktu wszelkie sygnały sugerujące postępowanie na ścieżce dyplomatycznej działały uspokajająco na rynek długu. Tym razem **odsunięcie groźby ataku jedynie o kilka dni zostało odebrane raczej jako potwierdzenie utrzymującego się geopolitycznego impasu. W efekcie wzrostowa presja na rentowności utrzymała się również we wtorek. Co istotne, wzrostowy trend dochodowości kluczowych dla globalnych rynków finansowych 10- i 30-letnich Treasuries nie został zatrzymany.** 10-letnie krajowe SPW pozostały powyżej bariery 6% już drugi dzień z rzędu.
- Sytuacja na rynku obligacji pozostaje napięta. **Dalszy wzrost rentowności w krótkim terminie będzie wymuszać nowe działania po stronie USA wobec Iranu oraz ograniczać przestrzeń do utrzymywania przez banki centralne łagodnego nastawienia wobec inflacyjnych konsekwencji konfliktu.**

Waluty



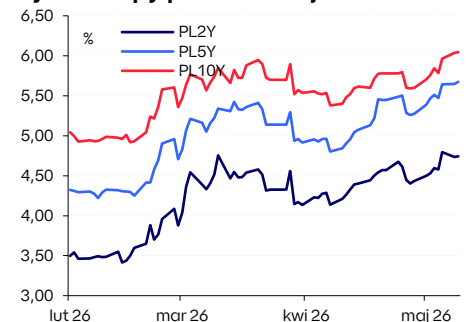
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



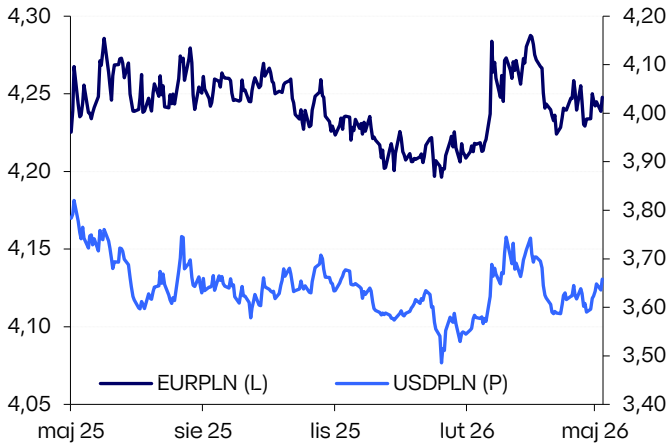
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

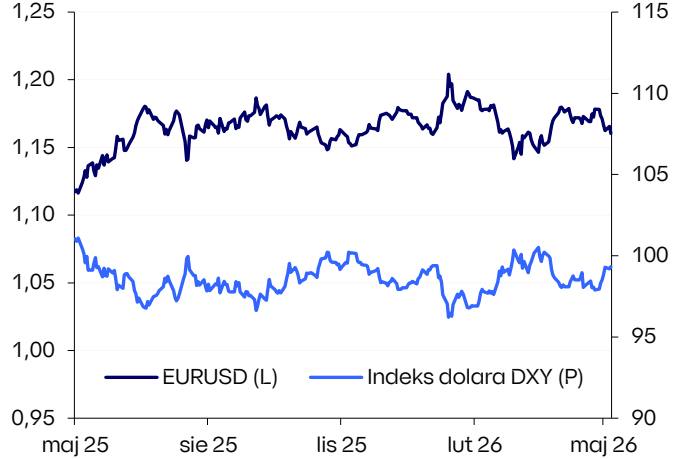
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

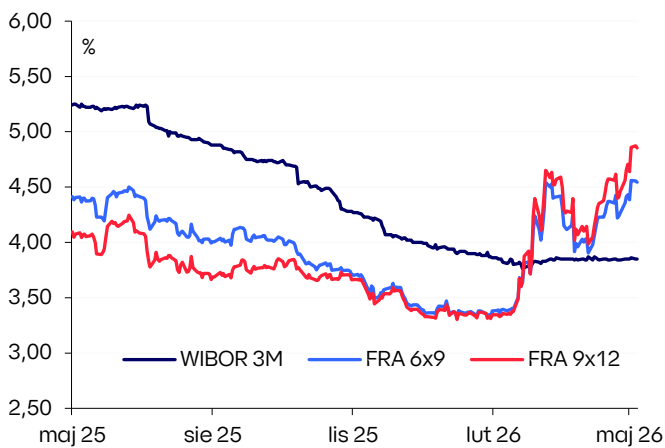
PLN vs główne waluty



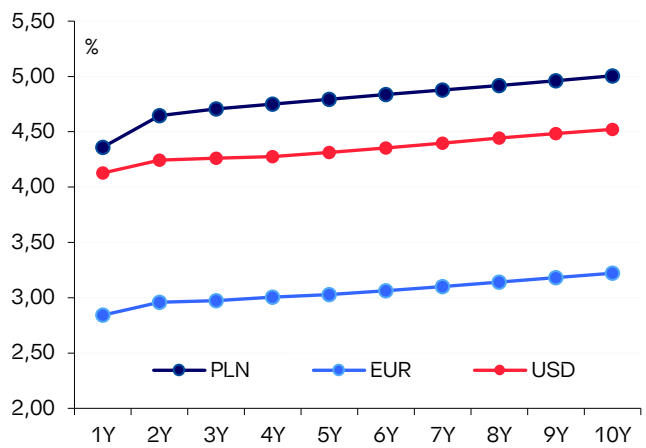
Notowania USD



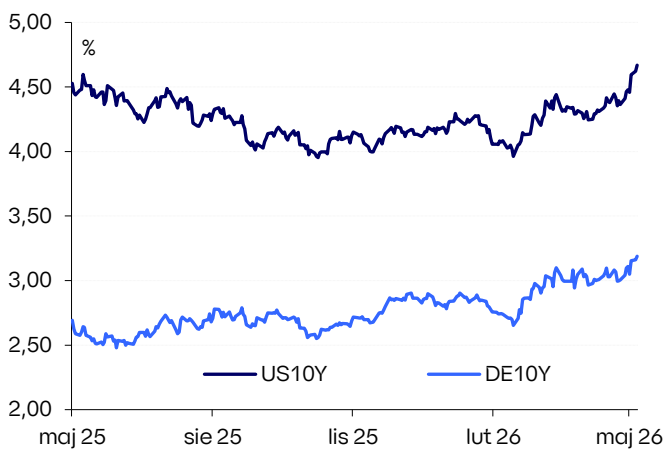
Krótkoterminowe stopy procentowe



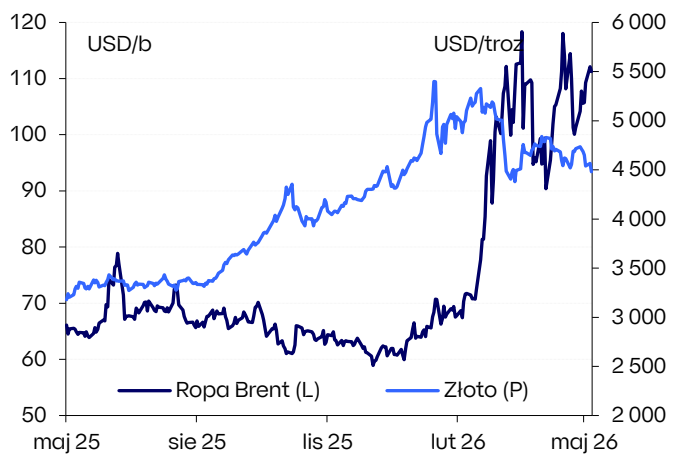
Krzywe IRS



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	mld 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 EUR	11,1	--	--	7,8
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	2,6	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](#)



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.