

Gospodarstwa domowe odkładają coraz więcej pieniędzy

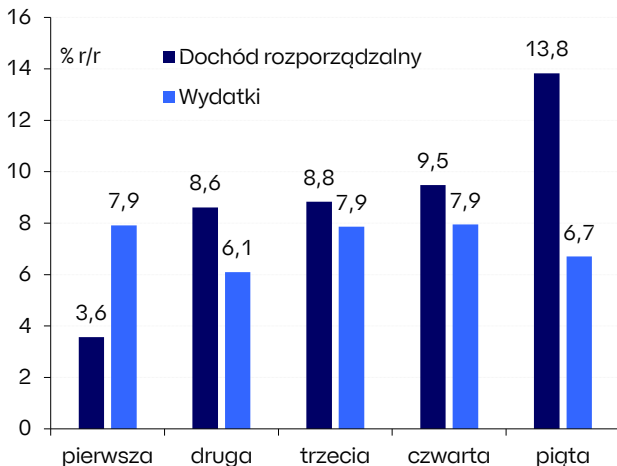
- Początek czwartkowej sesji przynosi pogorszenie globalnych nastrojów inwestycyjnych po nocnej eskalacji napięć w rejonie Zatoki Perskiej.** Złoty nieznacznie traci, a kurs EURUSD naruszył poziom 1,1600. Na rynku FI dzień wcześniej krajowe SPW lekko się osłabiły, podczas gdy na rynkach bazowych dochodowości obligacji niemieckich i amerykańskich pozostawały stabilne. Spadek cen ropy oraz niższa krótkoterminowych oczekiwań inflacyjnych w USA i strefie euro wspierały obligacje, choć rynek na razie ignoruje ostrzeżenia, że wysokie ceny surowca mogą dłużej oddziaływać proinflacyjnie. W czwartek kluczowe pozostaną informacje z Bliskiego Wschodu oraz publikacja kwietniowego PCE z USA. Przy podwyższonym ryzyku eskalacji w rejonie Zatoki Perskiej **zakładamy lekką presję na osłabienie złotego w kierunku 4,24–4,25 na EURPLN oraz 3,66–3,68 na USDPLN.** Na rynku FI, po przesunięciu rentowności z ostatnich dni i przy ryzyku utrzymania podwyższonej premii geopolitycznej, **oczekujemy umiarkowanych wzrostów dochodowości obligacji skarbowych** w kraju i na rynkach bazowych.
- Dzisiejsze dane pozwolą ocenić siłę oddziaływania szoku stagflacyjnego na amerykańskich konsumentów.** Rynkowo najważniejszy będzie deflator PCE, który w kwietniu najpewniej wzrósł do 3,8% r/r z 3,5% r/r w marcu, a inflacja bazowa przyspieszyła wg konsensusu do 3,3% r/r z 3,2% r/r. Oddalająca się od celu inflacja zmniejsza komfort nowego szefa Fed K. Warsh, który rozpoczął swoją kadencję z obietnicą obniżek stóp. Pochodzące z analogicznego źródła co PCE dane o dochodach i wydatkach pokażą, że wzrost tych pierwszych jest pochłaniany przez koszty – wg konsensusu nominalne dochody wzrosły o 0,4% m/m, wydatki o 0,5% m/m, a poziom cen o 0,5% m/m.
- Mniej emocji wzbudzą inne publikacje z USA: zrewidowany szacunek PKB w 1q26, zamówienia na dobra trwałe oraz dane z rynku nieruchomości.** Konsensus zakłada, że zamówienia w kwietniu solidnie przyspieszyły, sprzedaż nowych domów spadła, a liczba pozwoleń wzrosła wobec marca.
- W Europie warto przyrzeć się dokładniej indeksowi koniunktury ESI,** który powoli ocenić wpływ wojny w Zatoce na aktywność i oczekiwania inflacyjne.

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

	Wartość 2026-05-27	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	136 056	-0,5
STOXX Europe 600	628	0,0
S&P500	7 520	0,0
Waluty:		
EURPLN	4,23	0,0
USDPLN	3,64	0,0
CHFPLN	4,62	-0,2
EURUSD	1,16	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,52	3
PL5Y	5,43	2
PL10Y	5,79	1
DE10Y	2,98	0
US10Y	4,48	-1
Surowce:		
Ropa Brent	94	-5,3
Złoto	4457	-1,1

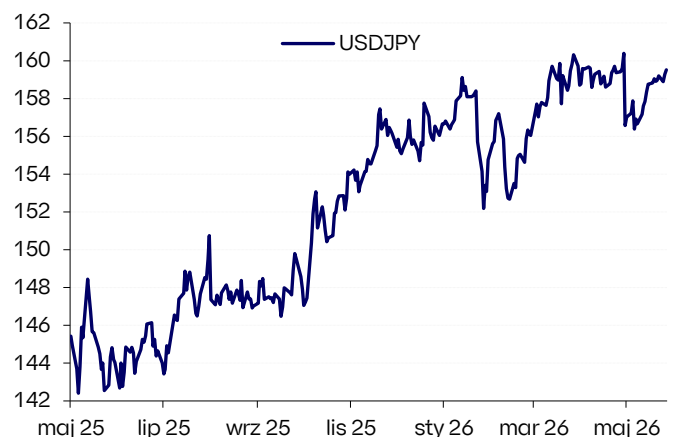
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

W 2025 najsilniej rósł dochód rozporządzalny na osobę najlepiej sytuowanych gospodarstw domowych



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Kurs USDJPY zbliża się do poziomu 160, przy którym pod koniec kwietnia miała miejsce interwencja BoJ na rynku



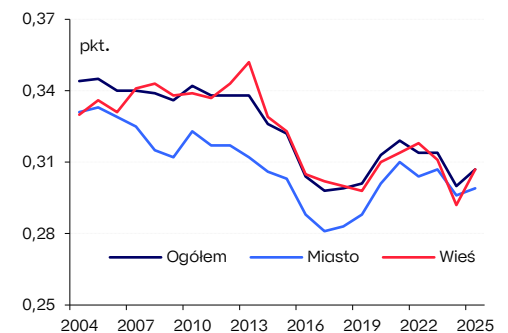
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** Irańska telewizja państwowa ujawniła szczegóły propozycji przedłużenia zawieszenia broni między Iranem a USA oraz ponownego otwarcia Cieśniny Ormuz, co rozbudziło nadzieje na zawarcie porozumienia. W materiale podano, że porozumienie nie zostało jeszcze sfinalizowane, ale jeśli uzgodnione zostałyby memorandum porozumienia, Iran zobowiązałby się, że w ciągu miesiąca przywróci żeglugę przez cieśninę do poziomu sprzed wojny. **Jednak optymizm osłabł po kolejnych incydentach militarnych. USA przeprowadziły ataki na irańskie instalacje wojskowe, argumentując działania obroną statków handlowych w cieśninie Ormuz.** Prezydent D.Trump podkreślił, że żadne państwo nie będzie jej kontrolować, co wskazuje, że mimo sygnałów o możliwym porozumieniu, strony pozostają dalekie od trwałej deeskalacji.
- **USA:** L.Cook (członkini zarządu Fedu) oceniła, że czynniki ryzyka dla inflacji pozostają skierowane w górę i zadeklarowała gotowość do podwyżki stóp procentowych, jeśli nie rozpocznie się proces dezinflacji. Wskazała, że głównym źródłem przyspieszenia inflacji są rosnące ceny energii, a dodatkową presję może wywołać boom inwestycyjny związany z AI. Jednocześnie oceniła, że rynek pracy pozostaje stabilny, choć i tam czynniki ryzyka dla zatrudnienia są podwyższone.
- **UE/USA:** Państwa członkowskie UE dały w środę zielone światło dla wejścia w życie porozumienia celnego z USA. Ostatecznym krokiem będzie głosowanie Parlamentu Europejskiego podczas czerwcowej sesji plenarnej.

WYDARZENIA KRAJOWE:

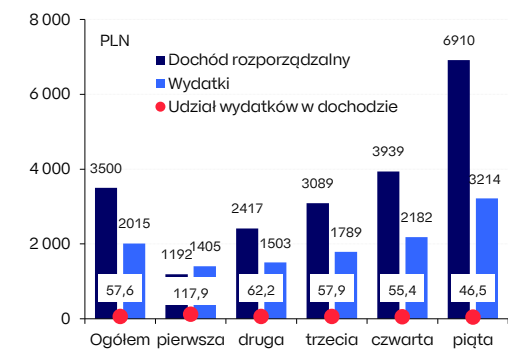
- **POL:** Badanie budżetów gospodarstw domowych pokazało, że w 2025 przeciętny dochód rozporządzalny na osobę wzrósł o 10,5%, do 3500 PLN. W tym samym czasie przeciętne wydatki na osobę wzrosły o 7,3% i osiągnęły 2015 PLN. W podziale na grupy społeczno-ekonomiczne najsilniej rósł w minionym roku dochód na osobę w gospodarstwach domowych rolników (+25,7%), a następnie gospodarstw pracujących na własny rachunek (+10,8%). Dochód na osobę w gospodarstwie rolniczym, na poziomie 4158,52 PLN, jest tylko nieznacznie niższy niż w gospodarstwach pracujących na własny rachunek (4197,94 PLN). Ten nieintuicyjny wynik może wynikać z włączenia przez GUS do dochodów spożycia naturalnego, czyli towarów pobranych na potrzeby gospodarstwa domowego z gospodarstwa indywidualnego w rolnictwie bądź z prowadzonej działalności gospodarczej. **W minionym roku, inaczej niż w 2023-2024, najsilniej rosły dochody na osobę w najlepiej zarabiających gospodarstwach domowych, czego konsekwencją był pierwszy od 2021 wzrost nierówności dochodowych – współczynnik Giniego wyniósł 0,307 wobec 0,300 w 2024. Zamożne gospodarstwa zasadniczo wydają mniejszy odsetek swoich dochodów od tych gorzej sytuowanych – w minionym roku udział wydatków w dochodach dla piątej grupy kwintylowej obniżył się do 46,5% z 49,6% w 2024. W przypadku gospodarstw najsłabiej zarabiających, wydatki przekraczają dochody – w 2025 relacja wynosiła 117,9% wobec 113,2% w 2024. Badanie budżetów gospodarstw domowych pokazuje od 2004 niemal nieprzerwany trend spadkowy relacji wydatków do dochodów w całej populacji – w 2025 do 57,6% z 59,3% rok wcześniej. Drugą stroną tej relacji jest oczywiście rosnąca stopa oszczędności gospodarstw domowych. Badanie ankietowe pokazuje, że gospodarstwa były w minionym roku w stanie zaoszczędzić aż 42,4% swoich dochodów. W tym samym czasie, bardziej wiarygodne dane o dochodach z rachunków narodowych, pokazały wzrost stopy oszczędności do ok. 10% dochodu do dyspozycji.**
- **POL:** Komisja Europejska wypłaci Polsce w przyszłym tygodniu czwartą transzę środków z Krajowego Planu Odbudowy, wynoszącą 7,2 mld EUR. Wniosek o kolejną płatność z KPO, w wysokości około 8 mld EUR, Polska planuje wysłać w drugiej połowie czerwca. Będzie to możliwe, gdy ostatecznie zakończone zostaną procedury związane z rewizją KPO.

Współczynnik Giniego w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dochód rozporządzalny i wydatki na osobę w grupach kwintylowych

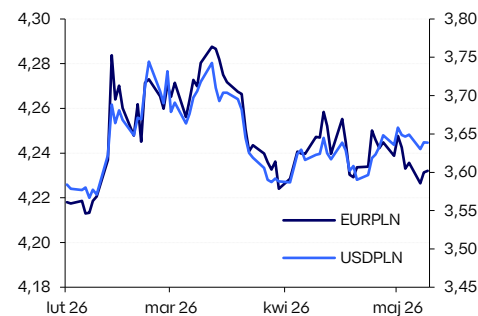


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W środę złoty pozostał stabilny wobec euro i dolara** oscylując odpowiednio w pobliżu 4,2350 na EURPLN oraz 3,64 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX EURUSD zakończył dzień neutralnie w pobliżu 1,1630.
- Rosnące oczekiwania na bliskie zawarcie wstępnego porozumienia pokojowego na Bliskim Wschodzie i towarzyszące mu przywrócenie żeglugi handlowej przez cieśninę Ormuz, wspierane środowymi doniesieniami irańskiej telewizji, ponownie ograniczyły część premii geopolitycznej zawartej w cenach ropy naftowej. Sprzyjało to lekko pozytywnym nastrojom na globalnych rynkach oraz próbom dalszego osłabienia dolara. W przypadku głównych par walutowych **warto odnotować postępującą słabość japońskiego jena, w efekcie której kurs USDJPY ponownie zaczął zbliżać się do 160. To właśnie w okolicach tego poziomu pod koniec kwietnia miała miejsce interwencja Banku Japonii na rynku** w celu wsparcia krajowej waluty. Zmienność na rynkach FX pozostała jednak mocno ograniczona, czemu sprzyjał również ubogi kalendarz makroekonomiczny. **Obserwowane przez nas główne pary ze złotym pozostały zatem w obrębie bieżących, krótkoterminowych konsolidacji.**
- W czwartek dominujący wpływ na złotego będą miały czynniki zewnętrzne, w szczególności ceny ropy, kształtowane przez doniesienia z Bliskiego Wschodu, gdzie napięcie ponownie wzrosło po nocnych atakach USA na Iran. **Zmienność na dolarze może dodatkowo zwiększyć kwietniowa publikacja PCE z USA**, czyli preferowanego przez Fed wskaźnika inflacji, zwłaszcza jeśli jego miara bazowa zaskoczy odczytem wyższym od konsensusu. Biorąc pod uwagę ryzyko eskalacji napięć w Zatoce Perskiej, **zakładamy, że złoty może się nieco osłabić, w okolice 4,24–4,25 na EURPLN oraz do strefy 3,66–3,68 na USDPLN.**
- **W środę rentowności krajowych SPW poszły w górę w zakresie 1/3 pb.** Na rynkach bazowych zmiany dochodowości papierów niemieckich i amerykańskich zawierały się w przedziale ok. -2/0 pb.
- Brak dalszej eskalacji napięcia geopolitycznego po wtorkowych atakach USA na Iran sprzyjał w środę pozycjonowaniu inwestorów pod pozytywny finał negocjacji pokojowych. W efekcie tego czynnika w dół poszły ceny ropy naftowej, a **krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne w USA i strefie euro zniżkowały do kilkutygodniowych minimów.** Suma tych czynników wspierała dalszy, choć już niewielki spadek rentowności obligacji na głównych rynkach. Warto jednak odnotować opinie analityków i ekspertów z branży naftowej wskazujące, że nawet szybkie udrożnienie cieśniny Ormuz, które ma być elementem porozumienia USA z Iranem, nie musi przelożyć się na znaczący spadek notowań ropy. Tym samym negatywny wpływ jej wysokich cen na inflację może okazać się dłuższy i silniejszy, niż jeszcze kilka tygodni temu inwestorzy zakładali. Na razie rynek te ostrzeżenia ignoruje. **Krajowe SPW przez większość dnia podążyły za globalnymi nastrojami**, a ostatnia w maju aukcja regularna, na której MF sprzedało obligacje za ok. 10,1 mld zł, nie miała zauważalnego wpływu na notowania.
- **W czwartek uwaga inwestorów pozostanie skupiona na perspektywach porozumienia pokojowego na Bliskim Wschodzie, gdzie po kolejnych atakach USA na cele w Iranie napięcie geopolityczne ponownie wzrosło.** Ze sfery makro istotny będzie odczyt inflacji PCE z USA za kwiecień, a konsensus ekonomistów zakłada jej wzrost do 3,8% r/r, czyli najwyżej od maja 2023. W naszej opinii, biorąc pod uwagę skalę przesunięcia na rynkach FI z minionych dni oraz powtarzające się epizody militarne w rejonie Zatoki Perskiej, **oczekujemy w czwartek umiarkowanych wzrostów rentowności obligacji skarbowych w kraju i na głównych rynkach FI.**

Waluty



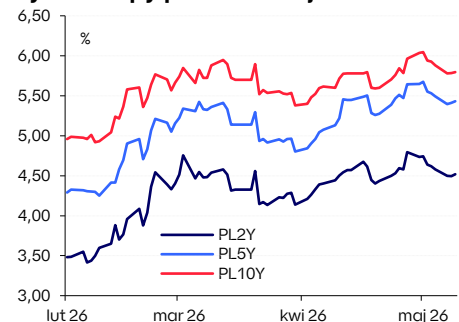
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



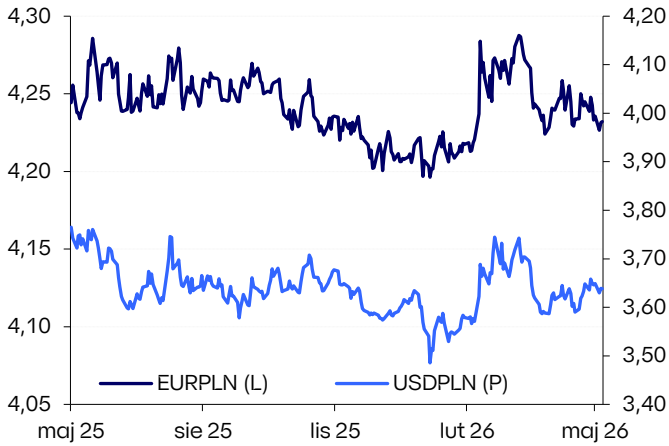
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

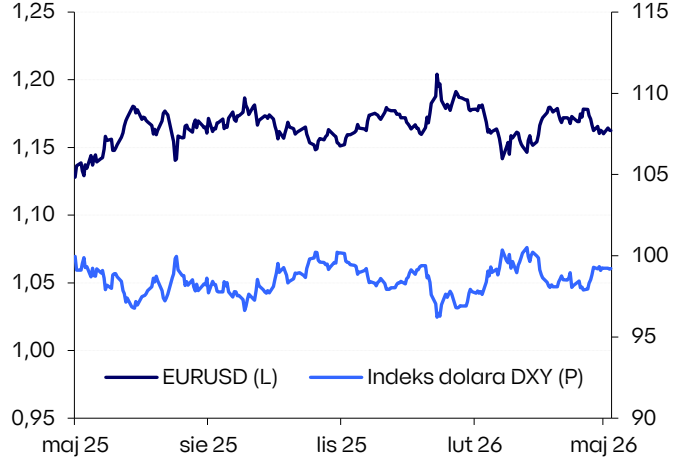
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

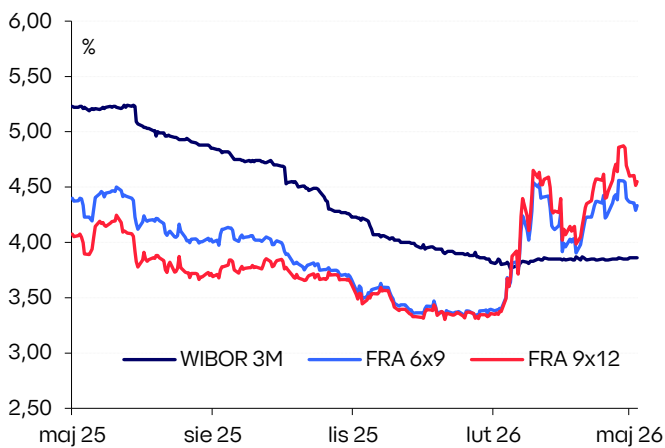
PLN vs główne waluty



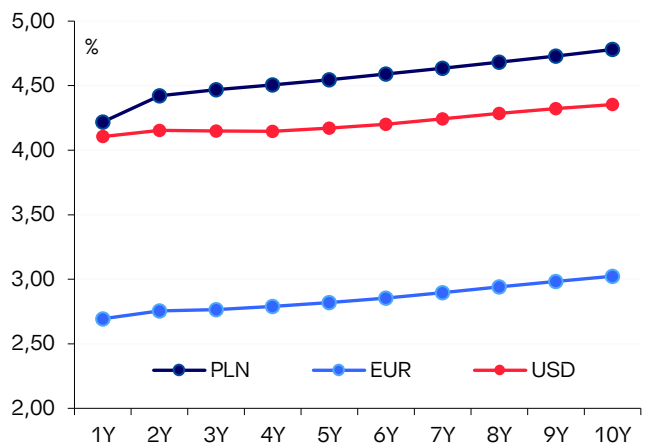
Notowania USD



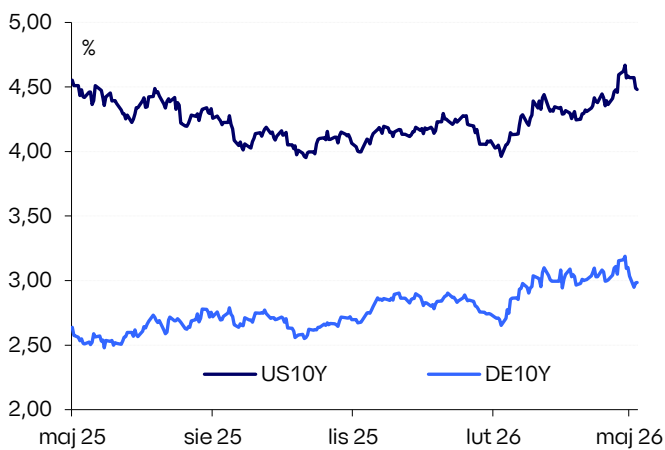
Krótkoterminowe stopy procentowe



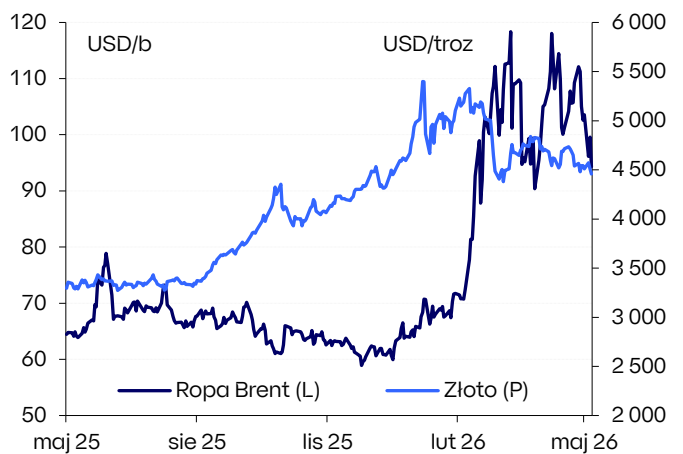
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 22 maja						
GER: Wzrost PKB (1q)	08:00	% r/r	0,4	0,3	--	0,4
GER: Indeks Ifo (maj)	10:00	pkt.	84,4	84,2	--	84,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	49,8	48,2	--	44,8
Poniedziałek, 25 maja						
POL: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	9:30	% r/r	8,7	3,0	-0,1	1,3
POL: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	14:00	% r/r	11,5	11,2	10,9	11,3
Wtorek, 26 maja						
POL: Stopa bezrobocia (kwi.)	9:30	%	6,1	6,0	6,0	6,0
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,25	6,25	6,25	6,25
USA: Ceny nieruchomości (mar.)	15:00	% r/r	0,9	1,0	--	0,8
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (maj)	16:00	pkt.	93,8	91,5	--	93,1
Czwartek, 28 maja						
HUN: Stopa bezrobocia (kwi.)	8:30	%	4,5	4,5	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (maj)	11:00	pkt.	93	92,3	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, rew.)	11:00	pkt.	-20,6	-19,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,6	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,9	0,5	--	--
USA: Deflator PCE (kwi.)	14:30	% r/r	3,5	3,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi.)	14:30	% r/r	3,2	3,3	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi., wst.)	14:30	% m/m	0,8	3,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	209	213	--	--
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	0,5	2,0	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%q/q saar	1,9	1,6	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (kwi.)	16:00	tys.	682	663	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., rew.)	--	mln	1,363	1,442	--	--
Piątek, 29 maja						
ROM: Stopa bezrobocia (kwi.)	8:00	%	6,1	--	--	--
HUN: Saldo handlowe (kwi.)	8:30	mln EUR	924	792	--	--
CZE: Wzrost PKB (1q)	9:00	% r/r	2,7	2,1	--	--
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	9:30	% r/r	3,2	3,7	3,7	--
GER: Stopa bezrobocia (maj)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,9	2,9	--	--
GER: Inflacja HICP (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,9	3,0	--	--
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-87,9	-87,0	--	--

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 (Kierowniczką)	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.