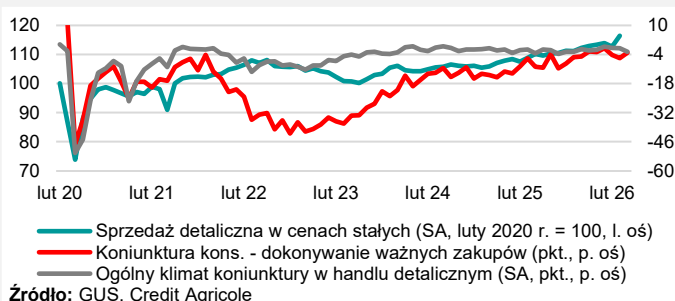


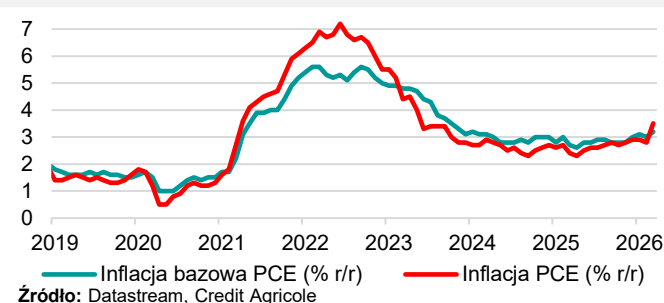
W tym tygodniu

Dzisiaj opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce za kwiecień. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych obniżyła się do 2,0% r/r wobec 8,7% w marcu. Silne spowolnienie wynikało naszym zdaniem z oddziaływania kilku czynników: niekorzystnego układu



dni roboczych, ustąpienia odłożonego popytu po mroźnej zimie, który wspierał sprzedaż w marcu, słabszej sprzedaży samochodów sygnalizowanej przez dane o rejestracjach pojazdów oraz przesunięcia terminu Świąt Wielkiejnocy. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (3,0%), a tym samym jej materializacja byłaby negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W czwartek opublikowane zostaną dane o inflacji w USA. Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem wzrosła w kwietniu do 3,8% r/r z 3,5% w marcu, co będzie odzwierciedleniem narastającego proinflacyjnego wpływu szoku energetycznego związanego z wojną na Bliskim Wschodzie.

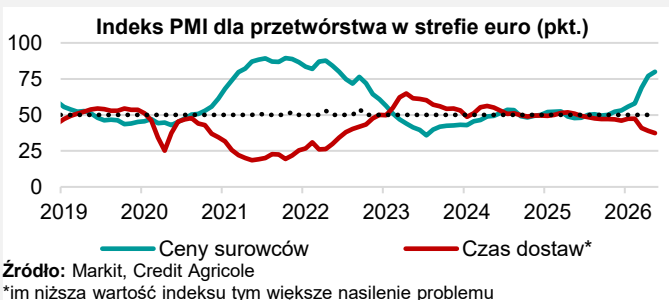


Jednocześnie prognozujemy, że inflacja bazowa PCE zwiększyła się do 3,3% r/r w kwietniu z 3,2% marcu, a więc jej wzrost pozostał wyraźnie mniejszy niż w przypadku inflacji ogółem. Taki zestaw danych byłby niekorzystny z punktu widzenia Fed i wzmacniałby argumenty za utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas, choć naszym zdaniem nie byłby jeszcze wystarczający, aby skłonić FOMC do wznowienia podwyżek. W tym kontekście istotny jest wydźwięk opublikowanego w ubiegłym tygodniu protokołu z kwietniowego posiedzenia FOMC, który wskazał na narastającą jastrzębiość Fed. Większość członków FOMC zwróciła uwagę na stabilizację sytuacji na rynku pracy, podczas gdy bilans czynników ryzyka przesunął się wyraźnie w stronę wyższej inflacji. Co więcej, w *Minutes* wskazano, że większość uczestników dopuszcza możliwość zacieśnienia polityki pieniężnej, jeśli inflacja będzie uporczywie utrzymywać się powyżej celu. Tym samym Fed pozostaje naszym zdaniem w trybie „wait and see”, a bilans czynników ryzyka dla kolejnego ruchu stóp przesunął się bardziej w stronę podwyżki niż obniżki. Nasz scenariusz bazowy nadal zakłada utrzymanie stóp bez zmian do początku 2027 r. i jedną ostatnią obniżkę w II kw. 2027 r., choć skala i trwałość szoku energetycznego oznaczają, że nie można wykluczyć bardziej jastrzębiej reakcji Fed.

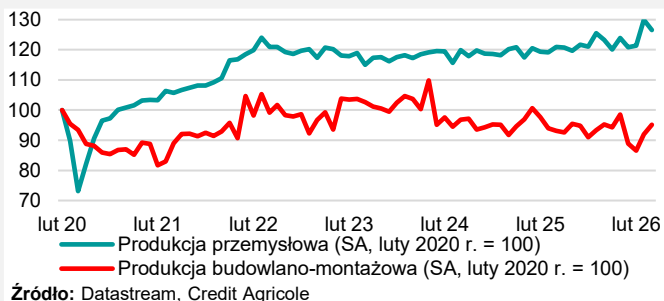
W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji w Polsce za maj. Oczekujemy, że inflacja CPI zwiększyła się do 3,8% r/r z 3,2% w kwietniu z uwagi na szybszy wzrost cen paliw (efekt niskiej bazy sprzed roku) oraz wzrost inflacji bazowej (3,5% r/r w maju wobec 3,0% w kwietniu). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (3,7%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne majowe indeksy PMI dla strefy euro i Niemiec, które miały stagflacyjny wydźwięk. W strefie euro zagregowany indeks PMI Composite obniżył się do 47,5 pkt. w maju wobec 48,8 pkt. w kwietniu, osiągając najniższy poziom od 31 miesięcy, przy dalszym pogłębieniu spadku aktywności w usługach (46,4 pkt. wobec 47,6 pkt.) i spowolnieniu wzrostu produkcji w przetwórstwie (51,0 pkt. wobec 52,3 pkt.). W Niemczech wskaźnik PMI Composite wzrósł nieznacznie do 48,6 pkt. z 48,4 pkt., ale nadal pozostawał poniżej granicy 50 pkt. Poprawa w usługach (47,8 pkt. wobec 46,9 pkt.) została zrównoważona przez wyraźne pogorszenie koniunktury w przetwórstwie, gdzie indeks PMI spadł do 49,9 pkt. w maju z 51,4 pkt. w kwietniu. Ankietowane firmy wskazywały, że konflikt na Bliskim Wschodzie i ograniczenie żeglugi przez Cieśninę Ormuz oddziałują w kierunku wzrostu kosztów energii, paliw, transportu i surowców, a także pogłębiają zaburzenia w łańcuchach dostaw. Jednocześnie podwyższone ceny ograniczały siłę nabywczą klientów i skłonność do składania nowych zamówień, szczególnie w usługach. Dane PMI wskazują więc, że gospodarka strefy euro weszła w II kw. w warunkach słabnącej aktywności, rosnącej presji inflacyjnej i coraz trudniejszego otoczenia makroekonomicznego dla polityki pieniężnej EBC.

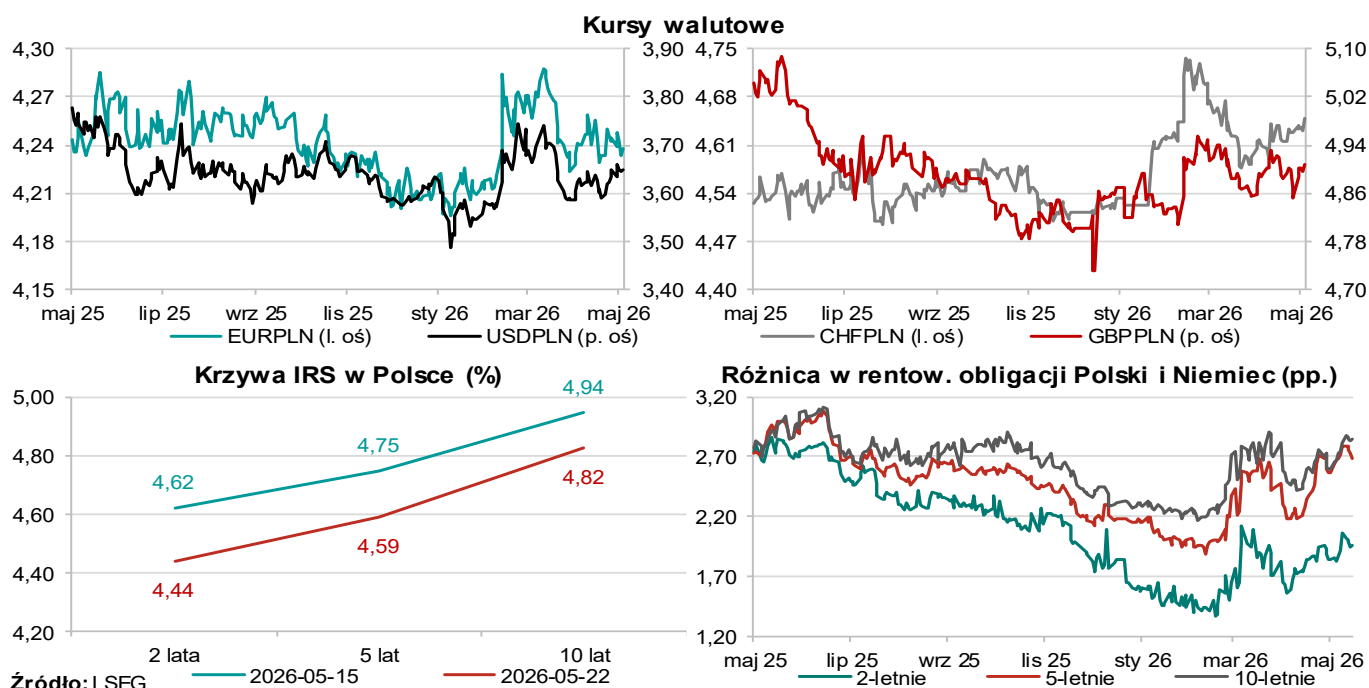


Kwietniowe dane z polskiej gospodarki wskazały na normalizację aktywności po jej wyraźnym odbiciu w marcu (por. MAKROpuls z 21.05.2026).



Produkcja przemysłowa wzrosła o 3,1% r/r wobec 7,5% w marcu po rewizji w dół z 9,4%, kształtując się poniżej naszej prognozy i konsensusu, a po odsezonowaniu obniżyła się o 2,6% m/m. Spowolnienie było częściowo efektem mniej korzystnego układu dni roboczych, natomiast aktywność w przemyśle była wspierana przez branże powiązane z budownictwem oraz nadal wysoką produkcją dóbr zaopatrzeniowych, prawdopodobnie związaną z akumulacją zapasów w warunkach przedłużającego się konfliktu na Bliskim Wschodzie. Wyraźnie lepsze od oczekiwań były dane z budownictwa: produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 4,5% r/r w kwietniu wobec 0,6% w marcu, a po odsezonowaniu wzrosła o 3,4% m/m, potwierdzając kontynuację odbicia po zimowym osłabieniu aktywności. Dane z rynku pracy miały bardziej negatywny wydźwięk – zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 0,9% r/r, podobnie jak w marcu, natomiast dynamika wynagrodzeń wyraźnie obniżyła się do 5,4% r/r z 6,6%, a realna dynamika funduszu płac spowolniła do 1,1% r/r z 2,6%, osiągając najniższy poziom od lipca 2023 r. Naszym zdaniem dane ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszą prognozą wzrostu PKB w 2026 r. na poziomie 3,3% oraz ograniczają presję na zacieśnianie polityki pieniężnej, wspierając naszą prognozę stabilizacji stóp procentowych NBP co najmniej do końca 2027 r.

Lekka poprawa nastrojów rynkowych

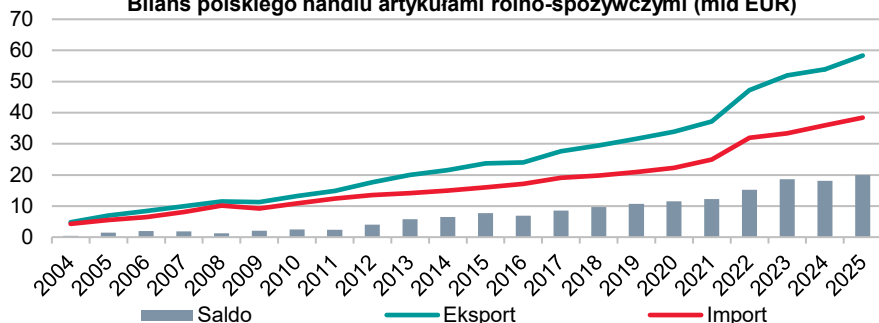


W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych pozostawała bardzo zmienna i wciąż była w największym stopniu kształtowana przez doniesienia dotyczące konfliktu USA-Iran. Na początku tygodnia złoty był relatywnie stabilny, a rentowności obligacji lekko spadały po informacjach o wstrzymaniu przez D. Trumpa planowanego ataku na Iran, jednak we wtorek brak postępów w negocjacjach ponownie zwiększył awersję do ryzyka, podbijając kurs EURPLN w okolice 4,25. W tym samym czasie presja na krajowym rynku długu utrzymywała się pod wpływem wysokich cen ropy, obaw inflacyjnych i wzrostu rentowności na rynkach bazowych, a rentowność 10-letnich SPW przejściowo przekroczyła 6%. Odwrócenie nastrojów nastąpiło w środę, gdy spadek cen ropy po bardziej optymistycznych sygnałach dotyczących negocjacji USA-Iran stanowił wsparcie dla ryzykownych aktywów. Tym samym w drugiej części tygodnia obserwowaliśmy umocnienie złotego i spadek rentowności obligacji.

W tym tygodniu głównym czynnikiem dla rynków pozostanie rozwój negocjacji USA-Iran i ich wpływ na ceny ropy. Aktywność inwestorów na początku tygodnia może być ograniczona ze względu na święto w USA, natomiast na krajowym rynku uwagę przyciągną dzisiejsze dane o sprzedaży detalicznej w Polsce, gdzie materializacja naszej niższej od konsensusu prognozy byłaby negatywna dla złotego. W dalszej części tygodnia kluczowe będą dane o inflacji PCE w USA oraz wstępny odczyt CPI w Polsce.

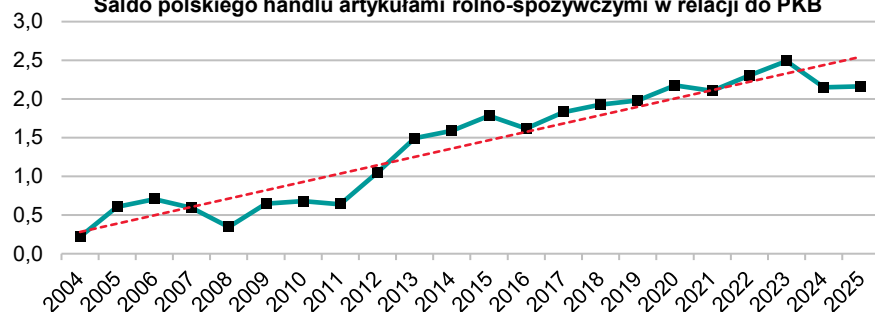
Polska wzmacnia pozycję w handlu artykułami rolno-spożywczymi

Bilans polskiego handlu artykułami rolno-spożywczymi (mld EUR)

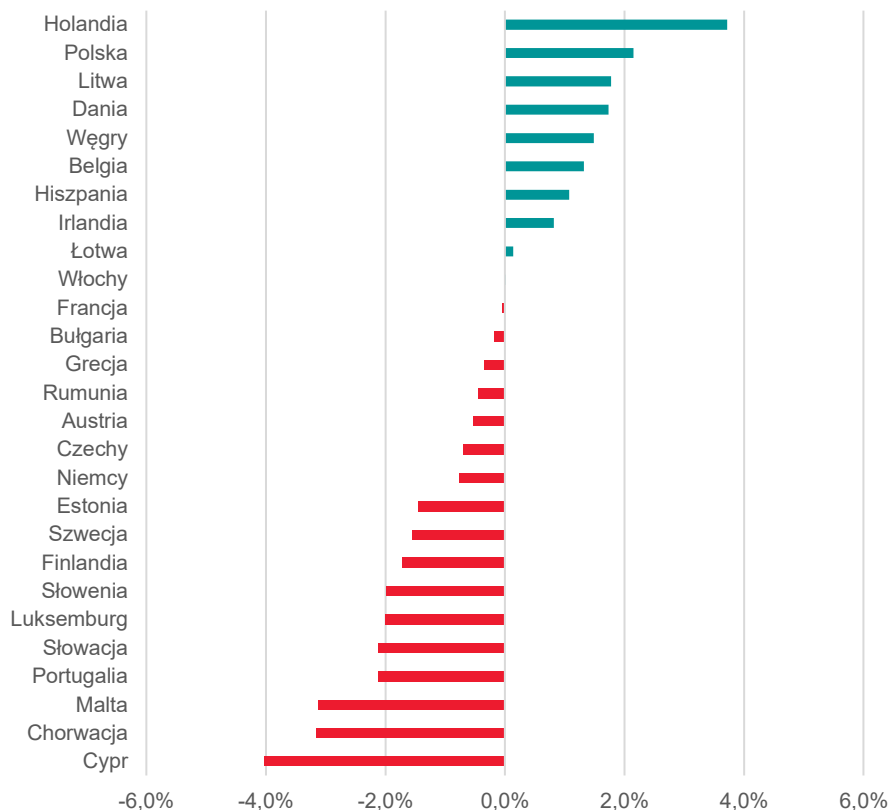


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Saldo polskiego handlu artykułami rolno-spożywczymi w relacji do PKB



Saldo handlu artykułami rolno-spożywczymi w relacji do PKB w 2025 r.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

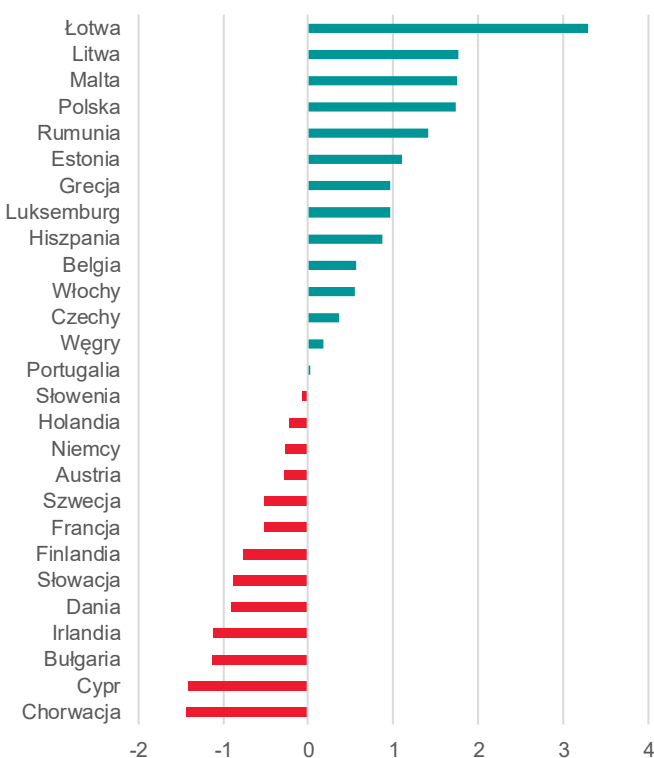
Wartość polskiego eksportu artykułów rolno-spożywczych w 2025 r. zwiększyła się do 58,5 mld EUR wobec 53,9 mld EUR w 2024 r. W tym samym czasie wartość importu wzrosła do 38,6 mld EUR wobec 35,9 mld EUR. W konsekwencji, nadwyżka w polskim handlu artykułami rolno-spożywczymi osiągnęła rekordowy poziom ok. 19,9 mld EUR. Tym samym osiągnęła ona poziom 2,2% PKB wobec zaledwie 0,2% w 2004 r. Sugeruje to rosnącą konkurencyjność Polski w produkcji artykułów rolno-spożywczych. Przedmiotem poniższej analizy jest weryfikacja tej hipotezy na podstawie danych dla pozostałych krajów UE.

W pierwszym kroku przeanalizowaliśmy dane o bilansie handlu artykułami rolno-spożywczymi w relacji do PKB w poszczególnych krajach UE. Relacja ta stanowi przybliżenie konkurencyjności w eksporcie żywności. Dane wskazują, że w 2025 r. Polska osiągnęła drugi najwyższy wynik w całej UE. Największy udział nadwyżki w handlu artykułami rolno-spożywczymi w PKB odnotowano w Holandii (3,7%). Warto jednak zauważyć, że wynik Holandii wynika zarówno z relatywnie dużej produkcji rolnej (głównie produkcji zwierzęcej oraz upraw szklarniowych), jak również znaczącego reeksportu. Specjalizacji Holandii w reeksporcie sprzyja posiadanie największego europejskiego portu (Rotterdam), przez który przechodzi znaczna część unijnego importu artykułów rolno-spożywczych. Warto jednocześnie zauważyć, że grupa krajów z największą nadwyżką w handlu artykułami rolno-spożywczymi w relacji do PKB nie jest jednorodna. Znajdują się w niej zarówno kraje starej, jak i nowej UE. Dominują w nich jednak stosunkowo niewielkie kraje o małej populacji i relatywnie wysokiej

intensywności produkcji rolnej, takie jak Litwa, Dania, Węgry czy Irlandia. Polska i Hiszpania są jedynymi relatywnie dużymi krajami w tej grupie.

Saldo handlu artykułami rolno-spożywczymi w relacji do PKB


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

**Saldo handlu artykułami rolno-spożywczymi w relacji do PKB
(zmiana w latach 2004-2025, pkt. proc.)**


W drugim kroku przeanalizowaliśmy dane o bilansie handlu artykułami rolno-spożywczymi w relacji do PKB w poszczególnych krajach UE w ujęciu dynamicznym. Wskazują one, że Polska znalazła się grupie krajów, które najsilniej poprawiły swoje wyniki w eksporcie żywności. Grupa ta jest o wiele bardziej jednorodna i dominują w niej kraje nowej UE. Z kolei wśród krajów, w których doszło do najsilniejszego pogorszenia wyników eksportowych znalazły się Irlandia, Dania, Francja, Niemcy oraz wspomniana wcześniej Holandia. Są to kraje, które przez lata charakteryzowały się silnymi przewagami w eksporcie artykułów rolno-spożywczych. Sugeruje to, że produkcja rolno-spożywcza na ogół koncentruje się w krajach o niskich kosztach wytworzenia. Jest to spójne z malejącymi korzyściami skali obserwowanymi w tym sektorze, które premią inwestycje w miejscach, gdzie produkcja nie jest jeszcze silnie rozwinięta.

Mimo rosnącej nadwyżki polskiego eksportu artykułów rolno-spożywczych w relacji do PKB w kolejnych latach wyniki polskich eksporterów będą znajdować się pod rosnącą presją kosztową (głównie za sprawą rosnących kosztów pracy i energii), jak również rosnącej konkurencji ze strony krajów Mercosur oraz Ukrainy (por. AGROMapa z 13.03.2026). Istotne zagrożenie dla wyników polskiego eksportu stanowi również presja regulacyjna. Jej przykładem są trwające obecnie prace nad rewizją dyrektywy TED (Tobacco Excise Directive), której celem jest znaczące podniesienie akcyzy na wyroby tytoniowe w UE. Polska jest jednym z największych unijnych producentów i eksporterów wyrobów tytoniowych. Nadwyżka w polskim handlu wyrobami tytoniowymi w 2025 r. wyniosła aż 4,2 mld EUR, co stanowiło 21,2% całkowitej nadwyżki w polskim handlu artykułami rolno-spożywczymi. Uwzględniając powyższe czynniki dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo spadku udziału nadwyżki w handlu artykułami rolno-spożywczymi w polskim PKB w kolejnych latach.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26	kwi 26	maj 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75
Kurs EURPLN*	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,29	4,25	4,24
Kurs USDPLN*	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71	3,63	3,66
Kurs CHFPLN*	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,63	4,64	4,65
Inflacja CPI (r/r, %)	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,5	7,5	3,1	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,6	0,6	4,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	1,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,3	9,8	2,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,1	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-252	-1168	-445	-1780	-2593	-797	2103	-250	-1975	1053	-1034	-234		
Eksport (r/r, % EUR)	-0,2	6,0	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,6	1,9	7,4		
Import (r/r, % EUR)	8,1	7,9	2,4	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-6,3	3,4	3,8		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2026				2027				2025	2026	2027
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)		3,9	2,9	3,2	3,3	2,7	2,9	3,1	3,0	3,6	3,3	3,0
Konsumpcja (% r/r)		3,8	2,5	2,0	2,1	2,8	3,3	3,3	3,0	3,7	2,6	3,2
Inwestycje (% r/r)		3,0	10,3	7,8	7,5	6,5	6,1	5,9	5,5	4,4	7,4	6,3
Eksport (ceny stałe, % r/r)		4,8	4,0	4,5	5,0	5,2	5,4	5,5	5,5	5,5	4,6	5,6
Import (ceny stałe, % r/r)		4,9	4,3	5,6	5,9	5,2	6,1	6,5	6,1	6,8	5,2	6,3
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	1,5	1,1	1,0	1,7	1,9	1,9	1,5	2,1	1,5	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,4	1,6	1,3	1,7	0,9	1,0	1,0	1,3	0,8	1,2	1,1
	Eksport netto (pp.)	0,1	0,0	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2
	Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-0,9	-1,3	-1,3
Stopa bezrobocia (%)**		6,1	5,5	5,5	5,6	5,8	5,4	5,4	5,5	5,7	5,6	5,5
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,5	0,2	0,1	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,1	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)		6,7	6,5	6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	8,7	6,4	6,0
Inflacja CPI (%)*		2,4	3,5	3,3	3,7	3,8	3,9	4,0	3,9	3,6	3,2	3,9
Wibor 3-miesięczny (%)**		3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,99	3,85	3,85
Stopa referencyjna NBP (%)**		3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	3,75
EURPLN**		4,29	4,27	4,23	4,20	4,18	4,17	4,16	4,15	4,21	4,20	4,15
USDPLN**		3,71	3,75	3,78	3,72	3,70	3,66	3,59	3,55	3,58	3,72	3,55

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 25.05.2026 r.						
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Kwiecień	9,8	2,9	3,0
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Kwiecień	8,7	2,0	3,0
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	11,5	10,3	11,2
Wtorek 26.05.2026 r.						
9:30	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Kwiecień	6,1	6,0	6,0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Marzec	-0,1		0,1
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	92,8	93,0	92,0
Środa 27.05.2026 r.						
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Maj	3,0		
Czwartek 28.05.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Maj	-0,28		
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	209		
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	I kw.	2,0	2,0	2,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	0,8	4,5	3,0
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Kwiecień	3,2	3,3	3,3
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Kwiecień	3,5	3,8	3,8
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Kwiecień	0,2		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Kwiecień	682	658	665
Piątek 29.05.2026 r.						
9:30	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Maj	3,2	3,8	3,7
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Maj	2,9		2,9
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Maj	49,2		

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet