

Paliwa motorem sprzedaży detalicznej

- W poniedziałek na globalnych rynkach dominowała wyraźna poprawa sentymentu, wspierana wzrostem oczekiwań na porozumienie pokojowe pomiędzy USA a Iranem oraz spadkiem cen ropy Brent poniżej 100 USD/bbl. Taniejąca ropa obniżyła oczekiwania inflacyjne, sprzyjając spadkowi rentowności obligacji na świecie i osłabieniu dolara. W takim otoczeniu złoty umocnił się wobec głównych walut — EURPLN przesunął się bliżej dolnego ograniczenia konsolidacji 4,22–4,26, a USDPLN spadł w okolice 3,63. Wsparciem dla PLN były również silne wzrosty europejskich indeksów akcyjnych oraz nowy historyczny szczyt WIG. Na krajowym rynku długu rentowności SPW spadły o 8–10 pb, przy równoległym spadku rentowności niemieckiego Bunda o 8pb. We wtorek zakładamy, że notowania złotego i SPW będą nadal determinowane przez przebieg rozmów USA–Iran oraz zmiany cen surowców energetycznych. **Utrzymanie oczekiwań na deeskalację powinno sprzyjać dalszemu umocnieniu walut importerów netto energii, z możliwością zejścia EURPLN w stronę 4,22 i USDPLN w kierunku 3,60, a otwarcie rynku amerykańskiego po długim weekendzie może nadać dodatkowy impuls spadkowy rentownościom.** Kluczowym ryzykiem dla tego scenariusza pozostaje nagłe załamanie rozmów pokojowych i ponowny wzrost premii geopolitycznej w cenach ropy.
- Dziś w centrum zainteresowania w USA znajdują się dane o indeksie zaufania konsumentów Conference Board.** Oczekiwania wskazują na możliwe pogorszenie nastrojów w maju, zgodnie z tendencją obserwowaną w badaniu nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan. Na dalszym planie znajdują się dane o cenach nieruchomości w USA w marcu.
- W Europie uwaga skupi się na posiedzeniu Narodowego Banku Węgier.** Oczekujemy, zgodnie z konsensusem, że stopa bazowa pozostanie na niezmiennym poziomie (6,25%). W związku z sytuacją wojenną w Zatoce Perskiej MNB komunikuje potrzebę utrzymywania ostrożnego i cierpliwego podejścia do polityki pieniężnej, chociaż po wyborach parlamentarnych wyraźnie poprawiły się warunki na rynkach finansowych.
- W kraju GUS opublikuje Biuletyn Statystyczny, a w nim m.in. dane o stopie bezrobocia w kwietniu,** która według szacunku MRPIPS obniżyła się do 6,0% z 6,1% w marcu.

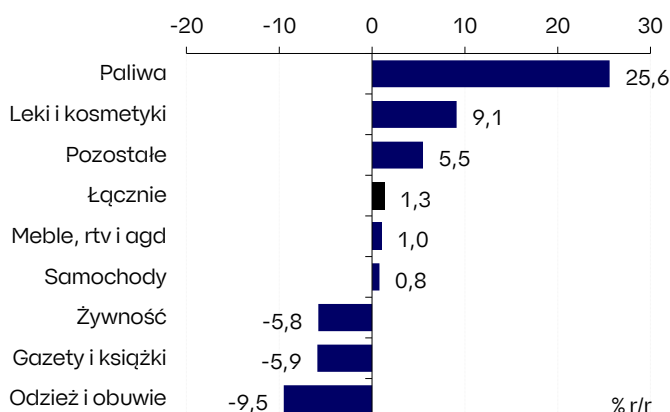
Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl
 @PKO_Research
 centrumanaliz.pkobp.pl

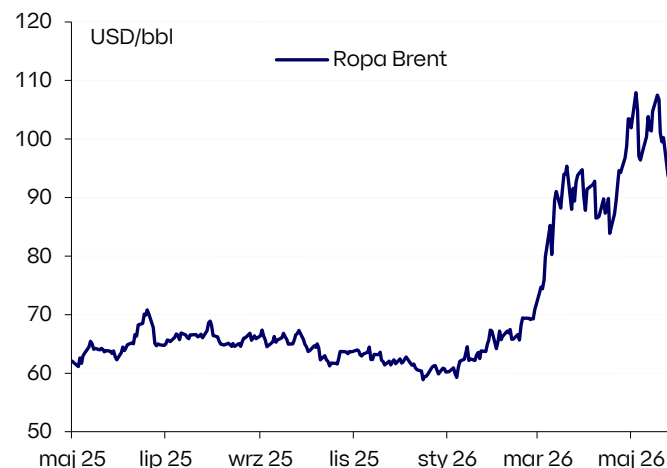
	Wartość 2026-05-25	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	137 858	2,0
STOXX Europe 600	632	1,0
S&P500	7 473	0,0
Waluty:		
EURPLN	4,23	-0,2
USDPLN	3,63	-0,5
CHFPLN	4,64	-0,1
EURUSD	1,16	0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,50	-8
PL5Y	5,40	-10
PL10Y	5,78	-10
DE10Y	2,95	-8
US10Y	4,57	0
Surowce:		
Ropa Brent	96	-7,1
Złoto	4571	1,4

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

Sprzedaż detaliczna w kwietniu w Polsce napędzana przede wszystkim sprzedażą na stacjach paliw



Spadek premii geopolitycznej w cenach ropy Brent wsparł wzrost cen polskich obligacji i umocnienie złotego

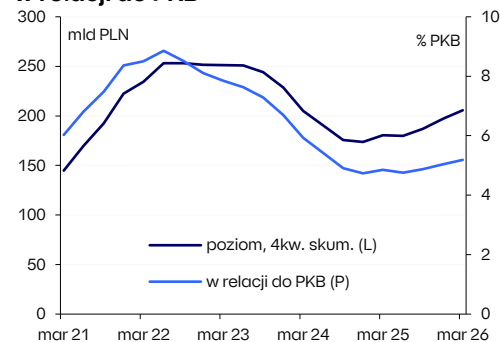


WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

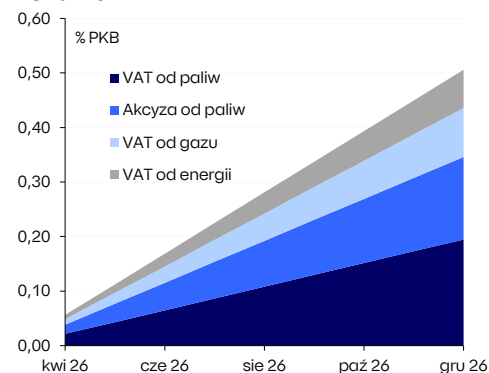
- **ŚWIAT:** Dowództwo Centralne USA (CENTCOM) poinformowało o przeprowadzeniu ataków „w samoobronie” na irańskie stanowiska wyrzutni rakiet i na łodzie, które próbowały stawiać miny. Amerykanie podtrzymują, że były to uderzenia defensywne i nie oznaczają końca rozejmu. Iran nie odpowiedział jeszcze na ataki. Sekretarz Stanu M.Rubio, tuż po atakach, ocenił, że umowa USA-Iran nadal jest możliwa i wskazał na trwające rozmowy w Katarze. Według M.Rubio dyskusje koncentrują się na precyzyjnym brzmieniu ostatecznej umowy, więc mogą jeszcze trwać kilka dni. Saudyjska telewizja Al. Arabiya, która dotarła do projektu porozumienia, podała, że zakłada ono m.in. przedłużenie zawieszenia broni o 60 dni, otwarcie cieśniny Ormuz, kontynuację rozmów o irańskim programie jądrowym i złagodzenie przez USA restrykcji dotyczących portów i niektórych amerykańskich sankcji. Z kolei izraelskie wojsko przeprowadziło serię ataków w Libanie, tuż po oświadczeniu premiera B.Netanjahu o intensyfikacji ataków na Hezbollah. Oficjalnie nadal obowiązuje rozejm między Izraelem a Libanem.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Sprzedaż detaliczna w kwietniu wzrosła w ujęciu realnym o 1,3% r/r**, nieco słabiej od konsensusu (3,0%), ale silniej od naszych oczekiwań (-0,1%). Hamowanie względem 8,7% r/r odnotowanych w marcu wynikało z wygaśnięcia efektu wielkanocnych zakupów. W kwietniu sprzedaż żywności spadła o 4,5% r/r, a w marcu wzrosła o 14,0% r/r. Szok energetyczny nadal podbija ceny detaliczne – implikowany deflator sprzedaży wzrósł w minionym miesiącu do 1,5% r/r z 1,1% r/r w marcu. Wsparciem dla sprzedaży ogółem była nadal sprzedaż na stacjach benzynowych, która w kwietniu wzrosła w ujęciu realnym o 25,3% r/r po wzroście o 16,2% r/r w marcu. Wzrost inflacji i wynikające z niego spowolnienie realnej dynamiki dochodów pogorszyły fundamenty konsumpcji. Dynamika wynagrodzeń nadal przekracza inflację, jednak ich realny wzrost o 2,2% r/r w kwietniu był najniższy od września 2023. Biorąc pod uwagę lekką poprawę nastrojów konsumentów w maju, również w zakresie perspektyw dokonywania zakupów, pozostajemy jednak umiarkowanie optymistyczni w prognozach konsumpcji. Więcej w Makro Flash: [Żywność i paliwa kluczowe dla sprzedaży](#).
- **POL: Podaż pieniądza M3 w kwietniu wzrosła o 11,3% r/r, nieco słabiej niż w marcu (11,5% r/r) i praktycznie zgodnie z konsensem (11,2% r/r)**. Utrzymuje się podwyższona dynamika gotówki w obiegu (M0), która w kwietniu wyniosła 15,4% r/r. Udział M0 w agregacie M3 był najwyższy od grudnia 2022, wyniósł 16,9%. Więcej w Makro Flash: [Kredyty i depozyty rosną ramie w ramie](#).
- **POL: W 1q26 dynamika przychodów przedsiębiorstw niefinansowych (49+ pracowników) ponownie wzrosła**. Przychody były wyższe o 5,7% r/r, przy wzroście kosztów o 4,9% r/r, co przełożyło się na poprawę wyników finansowych. Wynik finansowy netto zwiększył się o 20,5% r/r i w relacji do PKB utrzymał się w tendencji wzrostowej. Rentowność sprzedaży netto (ROS) wyniosła 4,0% wobec 3,5% rok wcześniej. Po odsezonowaniu wskaźnik ROS obniżył się do 4,2% z 4,6% w 4q25, pozostając jednak wyraźnie powyżej poziomów notowanych w 1-3q25. Udział przedsiębiorstw rentownych wzrósł do 67%. Większość dużych sekcji PKD utrzymała rentowność na poziomie zbliżonym lub wyższym niż przed rokiem. W 2026 oczekujemy wzrostu przychodów firm niefinansowych o 4-8% przy umiarkowanej poprawie rentowności. Inwestycje przedsiębiorstw 49+ w 1q26 były o 8,7% wyższe niż rok wcześniej wobec dynamiki 11,9% r/r w 4q25. **W kolejnych kwartałach oczekiwane jest dalsze przyspieszenie inwestycji, choć ryzykiem pozostają skutki szoku podażowego i rosnąca niepewność**. Więcej w Makro Flash: [Solidny wzrost przychodów firm niefinansowych w 1q26](#).
- **POL: Minister finansów A.Domański poinformował, że pakiet CPN zostanie prawdopodobnie przedłużony**. Zgodnie z obecnymi przepisami program wprowadzający niższą akcyzę i VAT na paliwa, a także mechanizm ceny

Wynik finansowy netto firm
w relacji do PKB

Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wpływ długości obowiązywania tarcz
antyinflacyjnych na roczne saldo
fiskalne

Źródło: PKO Bank Polski.

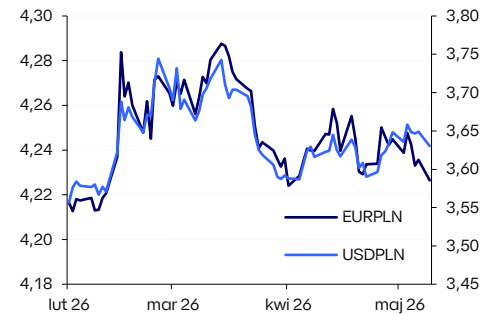
maksymalnej, obowiązują do końca maja, a minister powiedział, że możliwe przedłużenie będzie jak zawsze o 2 tygodnie.

- **POL:** Ministerstwo Finansów poinformowało, że stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2026 według ustawy budżetowej wynosi obecnie ok. 54%.
- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 24 maja podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 64,2% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.
- **POL:** W 2025 cudzoziemcy odpowiadali za wygenerowanie między 5,1-10,7% PKB w Polsce, wynika z raportu Instytutu Spraw Publicznych, Deloitte i Ipsos. Raport szacuje liczbę cudzoziemców w Polsce na ok. 2-2,5 mln osób, a na podstawie danych ZUS podaje, że odsetek cudzoziemców wśród pracujących ubezpieczonych zwiększył się do prawie 8%.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W poniedziałek złoty umocnił się wobec euro i dolara**, odpowiednio w pobliżu 4,23 na EURPLN oraz 3,63 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX słabszy dolar przełożył się na wzrost EURUSD w okolice 1,1640.
- **Umocnienie złotego było efektem wyraźnej poprawy globalnych nastrojów inwestycyjnych, wynikającej ze wzrostu oczekiwań na porozumienie pokojowe pomiędzy USA a Iranem oraz towarzyszącego im spadku cen ropy Brent poniżej 100 USD/bbl.** Taniejąca ropa i związany z nią spadek oczekiwań inflacyjnych przełożyły się z kolei na spadek rentowności obligacji na świecie oraz osłabienie dolara, ujemnie skorelowanego z siłą walut EM. Dodatkowym wsparciem dla złotego były silne wzrosty cen akcji w Europie oraz nowy historyczny szczyt warszawskiego WIG. Aprecjacji krajowej waluty nie zatrzymały nieco słabsze od oczekiwań dane o kwietniowej sprzedaży detalicznej w Polsce, ponieważ spadek dynamiki wynikał głównie z wysokiej bazy z marca, związanej z kalendarzem wielkanocnym. W rezultacie **kurs EURPLN przesunął się bliżej dolnego ograniczenia konsolidacji w przedziale 4,22–4,26, a USDPLN oddalił się od lokalnej strefy oporu 3,65–3,68.**
- Wtorkowe dane o bezrobociu w Polsce nie powinny mieć zauważalnego wpływu na notowania złotego, które pozostaną pod dominującym wpływem otoczenia zewnętrznego. Nastroje na globalnych rynkach kształtować będą dalszy przebieg negocjacji na linii USA–Iran oraz towarzyszące im zmiany cen ropy naftowej i gazu. Prawdopodobnie jedynie ograniczony wpływ na notowania dolara będzie miał majowy odczyt indeksu nastrojów amerykańskich konsumentów. **Utrzymujące się oczekiwania na szybkie porozumienie pokojowe na Bliskim Wschodzie będą zapewne dalej wspierać notowania walut importerów netto surowców energetycznych, w tym Polski, co powinno w naszej ocenie ciągnąć kurs EURPLN w dół w stronę 4,22, a USDPLN w kierunku 3,60.**
- W poniedziałek **rentowności krajowych SPW spadły o 8–10pb.** W segmencie 10-letnim dochodowość obniżyła się o 10pb, do 5,78%, podczas gdy na rynkach bazowych rentowność niemieckiego Bundu spadła o 8pb, do 2,95%. Rynek amerykański pozostawał w poniedziałek zamknięty z uwagi na święto Memorial Day.
- Już **kolejny dzień z rzędu na rynku stopy procentowej utrzymywał się pozytywny sentyment.** Zgodnie z logiką, która ugruntowała się od początku wojny w Iranie, pozostaje on silnie powiązany z dynamiką cen ropy naftowej. W poniedziałek doszło do wyraźnego przełomu — **cena ropy Brent spadła poniżej poziomu 100 USD/bbl. Poprawiające się perspektywy dla rynku długu widoczne były również na rynku swapów inflacyjnych, który od połowy ubiegłego tygodnia wskazuje na spadek oczekiwań inflacyjnych na całej krzywej.**
- Katalizatorem tych zmian pozostaje ewolucja tonu doniesień dotyczących rozmów pokojowych pomiędzy USA i Iranem. W weekend pojawiła się bardziej pozytywna i zbieżna narracja obu stron dotycząca postępu negocjacji, których potencjalnym efektem miałyby być otwarcie cieśniny Ormuz. Obraz reakcji rynkowej na te doniesienia pozostał jednak w poniedziałek niepełny z uwagi na święto w USA i Wielkiej Brytanii — dwóch istotnych centrów globalnego rynku finansowego. **Silnymi spadkami rentowności na całej długości krzywej dochodowości zareagował rynek niemiecki.** Krajowy rynek SPW, obok poprawy perspektyw dla rynku surowców energetycznych, dyskontował ponadto słabszy od oczekiwań odczyt sprzedaży detalicznej za kwiecień, który w ujęciu cen stałych wyraźnie rozczarował.
- **We wtorek otwarcie rynku amerykańskiego po długim weekendzie może nadać nowy impuls spadkowy rentownościom.** Ryzykiem dla tego scenariusza pozostaje nagle załamanie rozmów pokojowych wobec utrzymujących się fundamentalnych rozbieżności między stronami konfliktu.

Waluty



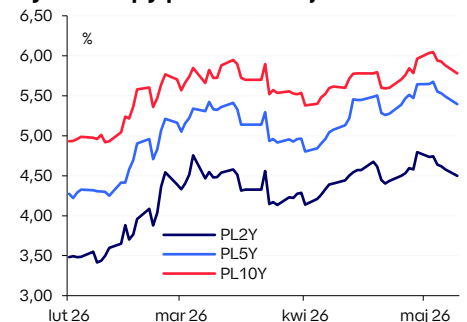
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



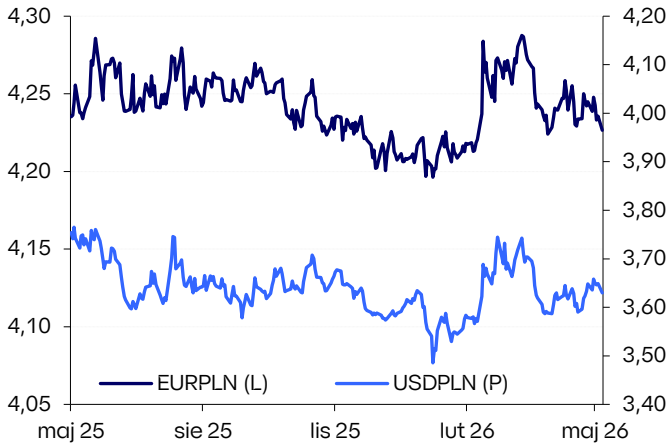
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

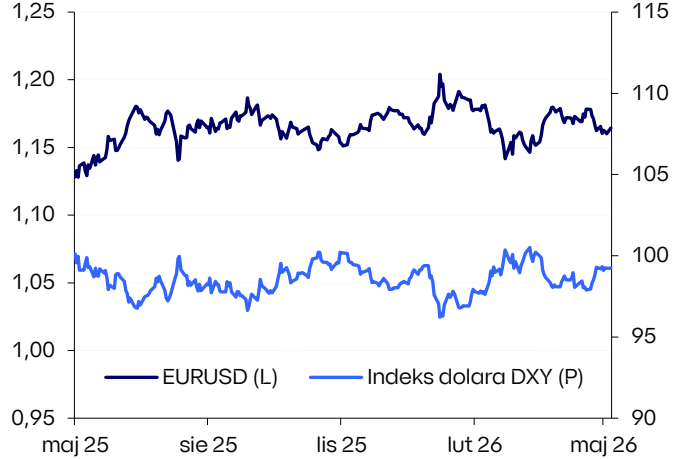
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

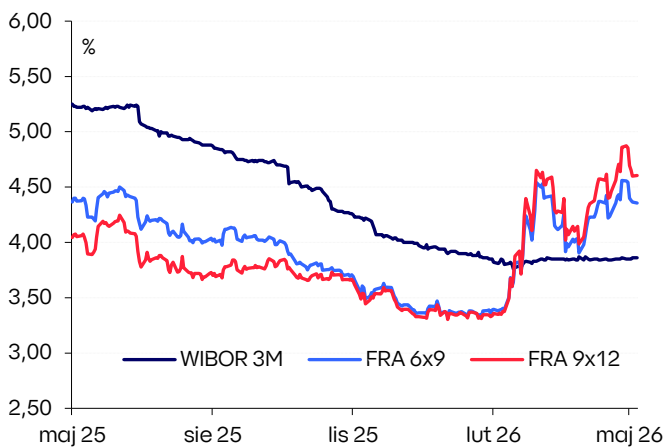
PLN vs główne waluty



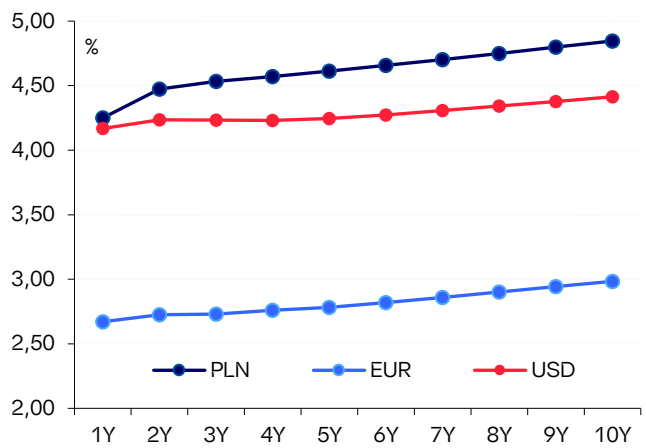
Notowania USD



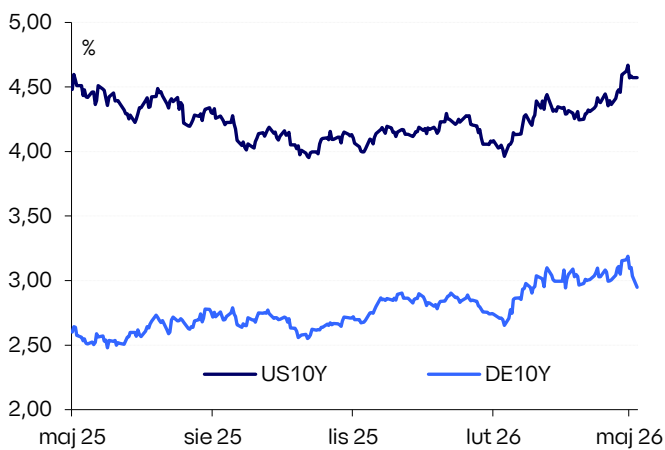
Krótkoterminowe stopy procentowe



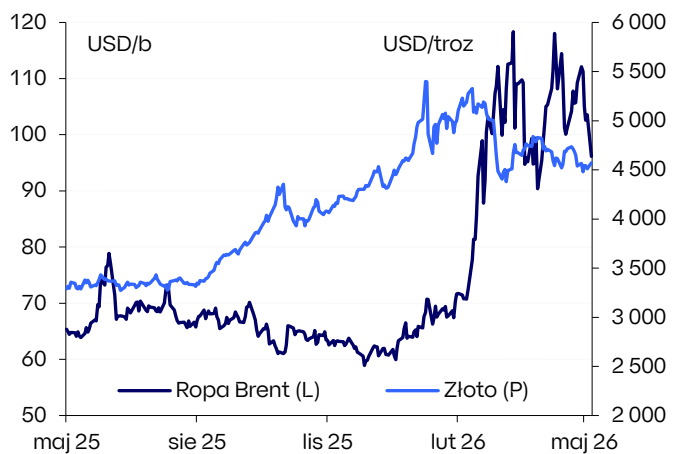
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 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	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,25	6,25	6,25	--
USA: Ceny nieruchomości (mar.)	15:00	% r/r	0,9	1,0	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (maj)	16:00	pkt.	92,8	91,5	--	--
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	3,9	--	--
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 (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.