



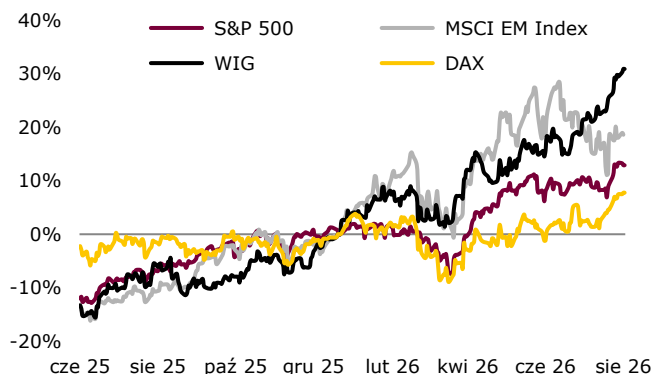
**ALIOR
BANK**

LATO W RYTMIE GEOPOLITYKI

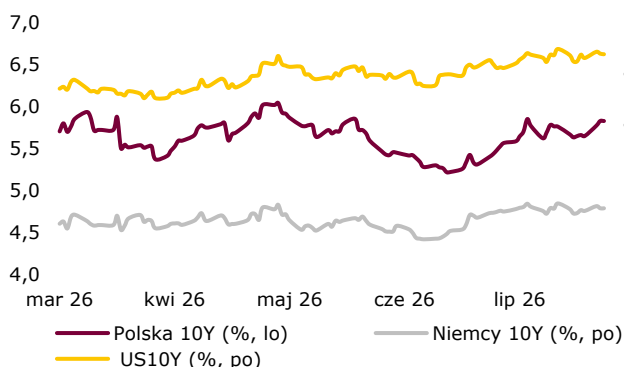
**MAKROWIZJER
SIERPIEŃ 2026**

- ✓ Niepewność wokół Ormuz wyznacza zmienność na rynkach
- ✓ Banki centralne ostrożne wobec ryzyk inflacyjnych
- ✓ RPP ostrożniejsza po wzroście inflacji

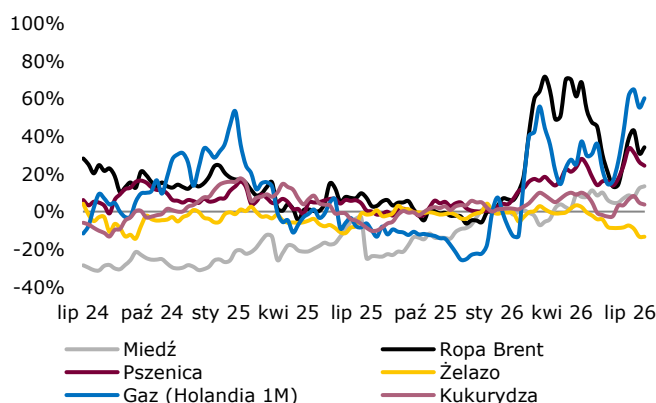
Rynek akcji (zmiana względem 31.12.2025)



Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



Zmiana notowań bieżących kontraktów surowców względem końca '25 (średnie tygodniowe)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Rynki akcji i długu

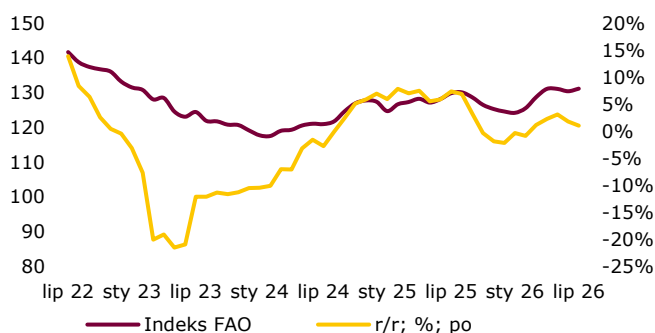
Ostatni miesiąc na globalnych rynkach akcji miał mieszany przebieg. Pierwsza część lipca upłynęła pod znakiem eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie, wzrostu cen ropy oraz narastającej awersji do ryzyka. W dalszej części miesiąca uwaga inwestorów przesunęła się jednak w kierunku sezonu wyników spółek i perspektyw związanych z dalszym rozwojem boomu AI. Coraz wyraźniej widoczne było przejście od szerokiego entuzjazmu wobec sektora technologicznego do bardziej selektywnej oceny firm zdolnych do przełożenia wysokich nakładów inwestycyjnych na wzrost zysków. W efekcie lipiec przyniósł rotację sektorową. Relatywnie dobrze radziły sobie spółki energetyczne i finansowe, korzystające na wysokich cenach surowców i wyższych stopach procentowych, podczas gdy sektor technologiczny znalazł się pod presją realizacji zysków. Po posiedzeniu Fed i ograniczeniu oczekiwań na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej nastroje uległy poprawie. W pierwszej dekadzie sierpnia konflikt USA-Iran wszedł w fazę ostrożnej deeskalacji i negocjacji dotyczących przyszłości cieśniny Ormuz, jednak mimo sygnałów postępu w rozmowach obie strony nadal pozostawały dalekie od porozumienia, a Iran uzależniał pełne otwarcie szlaku od spełnienia przez USA szeregu warunków politycznych i gospodarczych. Na koniec pierwszej dekady sierpnia indeks S&P500 odnotował wzrost o 12,9% YTD, niemiecki DAX o 7,8% YTD, a indeks rynków wschodzących MSCI EM o 18,9% YTD. Na tym tle polski WIG wyróżnił się znacząco ze wzrostem o blisko 31% YTD.

Na rynkach długu dominującymi czynnikami pozostawały oczekiwania dotyczące polityki banków centralnych oraz sytuacja geopolityczna. W lipcu wzrost cen ropy i obawy o utrzymanie presji inflacyjnej przyczyniły się do wzrostu rentowności obligacji, szczególnie na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Jednocześnie inwestorzy zwiększali zakłady na bardziej restrykcyjne nastawienie Fed, co dodatkowo ciążyło na wycenach obligacji. W Polsce sytuacja była bardziej złożona. Z jednej strony konflikt na Bliskim Wschodzie i wzrost cen energii zwiększały ryzyko inflacyjne, z drugiej spadek inflacji do celu NBP oraz bardziej gołębia retoryka prezesa NBP wspierały krajowy rynek długu w pierwszej połowie lipca. W rezultacie polskie obligacje pozostawały bardzo wrażliwe na zmiany globalnego sentymentu i notowań ropy. Początek sierpnia przyniósł uspokojenie sytuacji i niewielki spadek rentowności krajowych papierów, wspierany przez ograniczenie najbardziej jastrzębich oczekiwań wobec Fed oraz brak negatywnych niespodzianek w krajowych danych inflacyjnych. Per saldo ostatnie tygodnie były okresem wysokiej zmienności.

Surowce

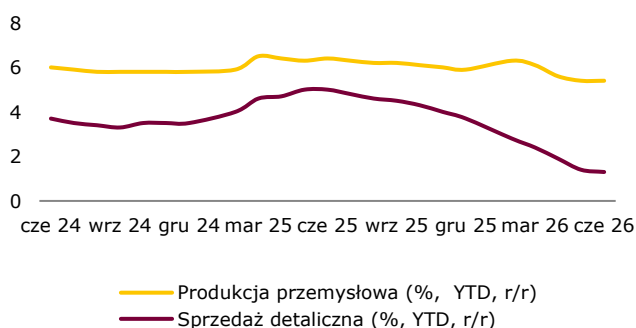
Lipiec upłynął pod znakiem gwałtownego wzrostu cen ropy naftowej, będącego bezpośrednią konsekwencją eskalacji napięć pomiędzy USA i Iranem oraz obaw o funkcjonowanie cieśniny Ormuz. W drugiej połowie miesiąca cena Brent ponownie przekroczyła 90 USD za baryłkę, gdy inwestorzy obawiali się zakłóceń w dostawach surowca i wzrostu kosztów energii dla światowej gospodarki. Wysokie ceny ropy

Ceny żywności – indeks FAO



wspierały sektor energetyczny, jednocześnie wzmacniając obawy o inflację i ograniczając przestrzeń banków centralnych do łagodzenia polityki pieniężnej. Sytuacja zaczęła się zmieniać w sierpniu wraz z pojawieniem się sygnałów postępu rozmów dyplomatycznych dotyczących przywrócenia żeglugi przez cieśninę Ormuz. Informacje o porozumieniu Iranu i Omanu w sprawie trasy żeglugowej oraz wypowiedzi przedstawicieli administracji USA zwiększyły oczekiwania na częściową normalizację sytuacji w regionie, co doprowadziło do spadku cen ropy. Mimo poprawy nastrojów rynek pozostaje jednak bardzo wrażliwy na informacje płynące z Bliskiego Wschodu. Per saldo głównym motorem zmian na rynku surowców pozostaje obecnie geopolityka, a kierunek cen energii będzie zależał od trwałości procesu deeskalacji oraz tempa przywracania transportu przez Ormuz.

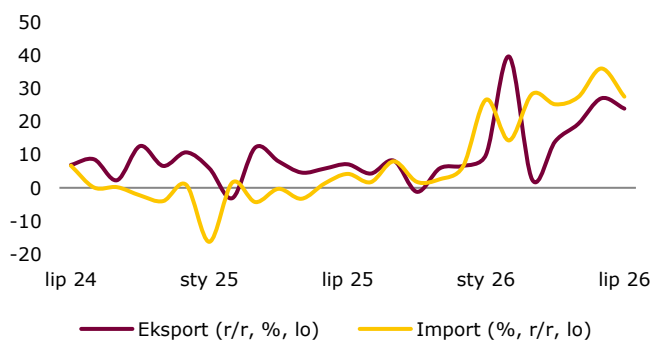
Chiny – dane miesięczne



Gaz ziemny pozostaje bardziej wrażliwy na ryzyka podaży niż ropa. Lipiec przyniósł najsilniejszy wzrost cen gazu w Europie od kilku miesięcy, a głównym źródłem presji pozostawały obawy o bezpieczeństwo dostaw LNG związane z napięciami na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie Europa kontynuuje odbudowę zapasów przed sezonem grzewczym z poziomów wyraźnie niższych od wieloletniej średniej, co ogranicza bufor bezpieczeństwa rynku.

Indeks żywności FAO wzrósł w lipcu o 0,6% m/m i był o 1,0% wyższy niż przed rokiem. Wzrost cen zbóż, cukru i olejów roślinnych z nadwyżką zrekompensował spadki cen mięsa i produktów mlecznych. Najsilniej zdrożały zboża, głównie pszenica i kukurydza, wspierane obawami o podaż z regionu Morza Czarnego oraz niekorzystnymi warunkami pogodowymi u części producentów. Rynek coraz wyraźniej dyskontuje ryzyko wystąpienia zjawiska El Niño, które mogłoby negatywnie wpłynąć na tegoroczne zbiory, co znajduje odzwierciedlenie również w wycenach kontraktów terminowych na surowce rolne. Jednocześnie ceny olejów roślinnych osiągnęły najwyższy poziom od połowy 2022.

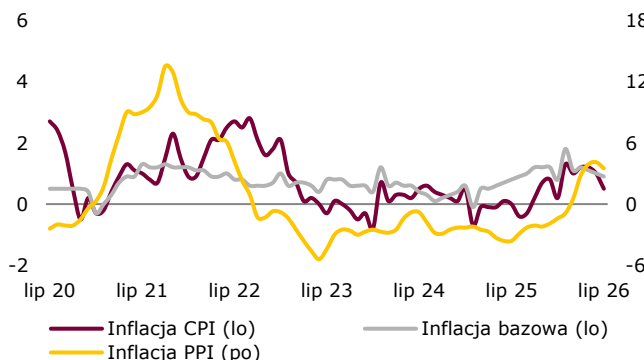
Chiny - handel zagraniczny, towarami (USD)



Chiny

Obraz dwubiegunowej, chińskiej gospodarki utrzymuje się. Z jednej strony wzrost PKB spowolnił w 2Q'26 do 4,3% r/r, najniższego poziomu od końcówki 2022, a konsumpcja pozostaje relatywnie słaba. Sprzedaż detaliczna towarów i usług wzrosła w 1H'26 jedynie o 2,7% r/r, przy czym za większość wzrostu odpowiadały usługi (+5,3% r/r), podczas gdy sprzedaż samych towarów zwiększyła się o zaledwie 1,1% r/r. Niska inflacja CPI, która w lipcu obniżyła się do 0,5% r/r, również wskazuje na ograniczoną presję popytową. Jednocześnie władze w Pekinie zapowiadają dalsze wsparcie gospodarki poprzez politykę fiskalną i monetarną.

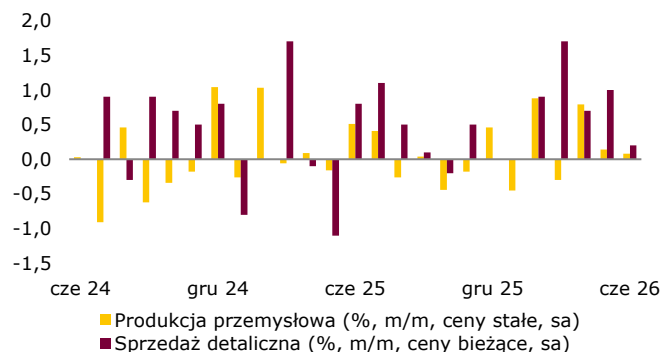
Chiny - inflacja (% r/r)



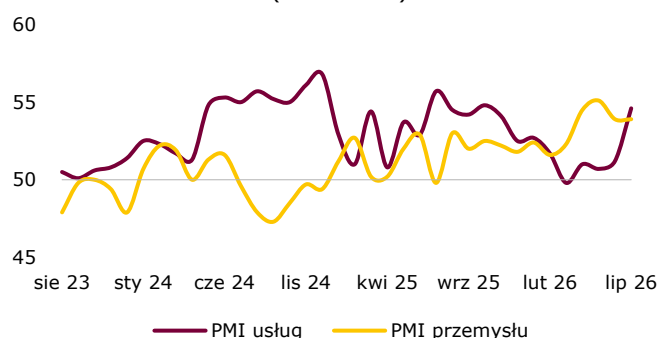
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Po drugiej stronie znajduje się sektor przemysłowy i eksportowy, korzystający z globalnego popytu na technologie związane z cyfryzacją i AI. Produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 5,3% r/r, a branże high-tech i produkcja cyfrowa notowały dwucyfrowe dynamiki. Lipcowy wskaźnik PMI dla przetwórstwa przemysłowego wyniósł 50,9 pkt, pozostając powyżej granicy 50 pkt już ósmy miesiąc z rzędu. Wzrost zamówień utrzymał się czternasty miesiąc z rzędu, a zamówienia eksportowe ponownie wróciły do wzrostów. Dodatkowo eksport w lipcu zwiększył się o 23,9% r/r, napędzany m.in. przez sprzedaż układów scalonych, statków i samochodów. Oznacza to, że głównym motorem chińskiej gospodarki pozostają obecnie przemysł, nowe technologie i handel zagraniczny, podczas gdy odbudowa popytu krajowego postępuje znacznie wolniej.

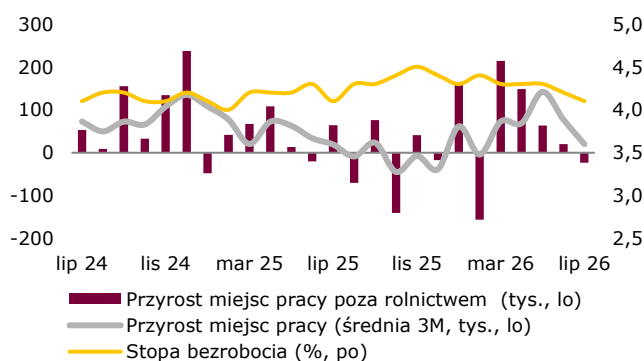
USA – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



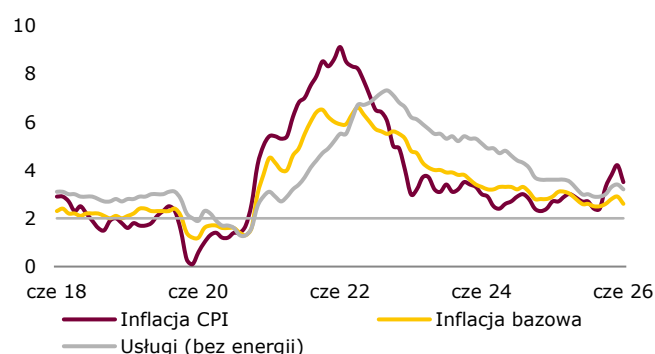
USA – wskaźniki PMI (S&P Global)



USA – rynek pracy



USA – inflacja CPI (% r/r)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

USA

Przemysł i inwestycje, zwłaszcza związane z nowymi technologiami, nadal wspierają aktywność gospodarki USA, jednak coraz wyraźniej widoczne są oznaki schłodzenia na rynku pracy i osłabienia popytu krajowego. Konsument pozostaje relatywnie odporny, choć rosnąca niepewność geopolityczna i słabsze nastroje ograniczają jego skłonność do wydatków. Jednocześnie inflacja pozostaje podwyższona, co skłania Fed do utrzymywania jastrzębiego nastawienia pomimo pojawiających się sygnałów słabszej koniunktury. Per saldo amerykańska gospodarka nadal rośnie, ale równowaga między spowolnieniem aktywności a ryzykiem utrwalenia inflacji staje się coraz bardziej wymagająca dla polityki pieniężnej.

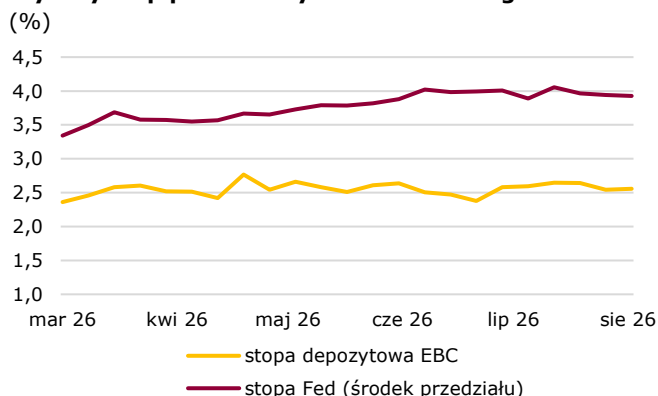
Amerykańska gospodarka utrzymuje umiarkowane tempo wzrostu, choć coraz wyraźniej widoczne są oznaki schłodzenia części sektorów. W 2Q'2026 wzrost PKB wyniósł o 1,5% k/k w ujęciu annualizowanym, wobec 2,1% kwartał wcześniej. Wzrost nadal wspierają konsumpcja prywatna, inwestycje oraz eksport, podczas gdy negatywnie oddziałują słabsze wydatki publiczne i wyższy import. Relatywnie dobrze prezentuje się przemysł, choć bieżące dane pozostają mieszane. Produkcja przemysłowa wzrosła w czerwcu o 1,1% r/r, jednak miesięczna dynamika przetwórstwa zatrzymała się na poziomie 0,0% m/m. Jednocześnie drugi miesiąc z rzędu spadły nowe zamówienia w przemyśle, co w połączeniu z rosnącymi zapasami sugeruje słabszy popyt na dobra przemysłowe. Obraz ten częściowo łagodzą badania koniunktury. Zarówno PMI, jak i ISM pozostają w strefie ekspansji, a lipcowe odczyty wskazały na poprawę oczekiwań przedsiębiorstw, wzrost produkcji oraz odbicie zamówień eksportowych. Per saldo przemysł znajduje się w fazie umiarkowanego wzrostu, wspieranego inwestycjami technologicznymi, choć niepewność geopolityczna i słabszy portfel zamówień ograniczają perspektywy silniejszego przyspieszenia.

Sektor usług pozostaje bardziej odporny niż przemysł. Lipcowy PMI dla usług wzrósł do 54,6 pkt, osiągając najwyższy poziom od dziewięciu miesięcy. Poprawę wspierał silniejszy popyt krajowy związany m.in. z okresem wakacyjnym i wydarzeniami sportowymi, choć jednocześnie odnotowano wyraźne osłabienie zamówień eksportowych. Rosnące koszty paliw, surowców i ceł ponownie zwiększyły presję kosztową, którą firmy w coraz większym stopniu przenoszą na ceny usług. Per saldo sektor usług nadal wspiera wzrost gospodarczy, ale pozostaje wrażliwy na niepewność geopolityczną i utrzymującą się presję inflacyjną.

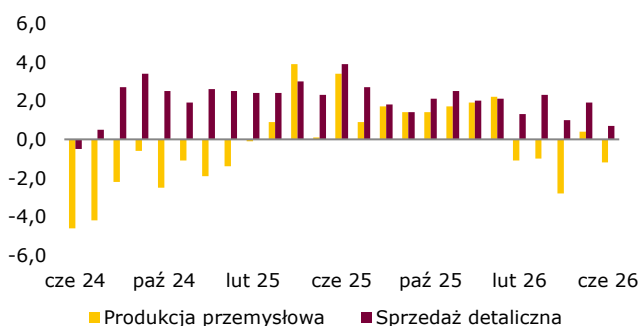
Rynek pracy wyraźnie schładza się po relatywnie mocnym początku roku. Lipcowy raport NFP przyniósł spadek zatrudnienia o 23 tys., a dodatkowo dane za maj i czerwiec zostały znacząco zrewidowane w dół. W efekcie średnie tempo tworzenia miejsc pracy w ostatnich trzech miesiącach obniżyło się do poziomu bliskiego stagnacji. Stopa bezrobocia spadła wprawdzie do 4,1%, jednak towarzyszył temu dalszy spadek aktywności zawodowej. Jednocześnie tempo wzrostu wynagrodzeń obniżyło się do 3,2% r/r. Dane sugerują, że rynek pracy przestaje być tak silnym wsparciem dla gospodarki jak w poprzednich kwartałach, co ogranicza presję płacową i zmniejsza ryzyko narastania inflacji bazowej.

Po stronie konsumenta obraz pozostaje niejednoznaczny. Sprzedaż detaliczna w czerwcu wzrosła o 0,2% m/m wyr. sez. i 6,7% r/r, a po wyłączeniu paliw i samochodów dynamika była jeszcze wyższa. Korzystny wpływ miały niższe ceny paliw, które poprawiły siłę nabywczą gospodarstw

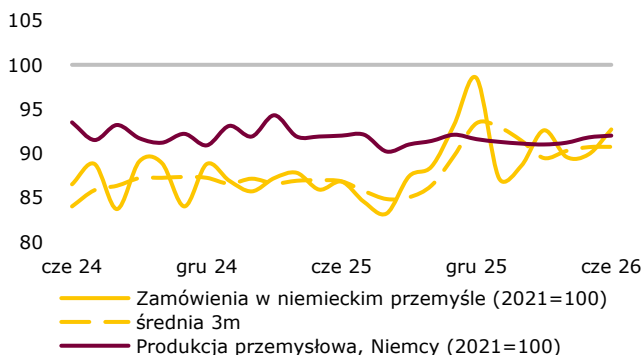
Wyceny stóp procentowych EBC i Fed na grudzień'26



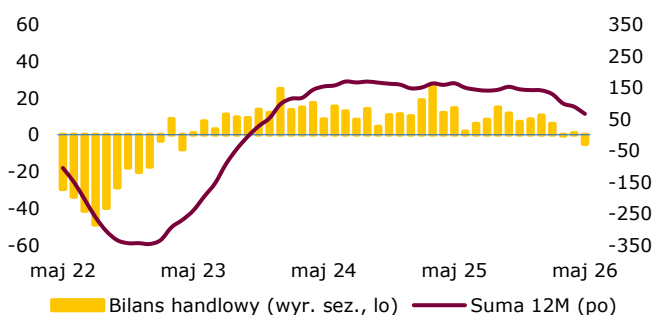
Strefa euro – przemysł i sprzedaż detaliczna (% r/r, wda)



Niemcy – produkcja i nowe zamówienia w przemyśle



Strefa euro – bilans handlowy (mld EUR)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

domowych. Jednocześnie struktura wydatków wskazuje na większą ostrożność konsumentów, a lipcowy indeks Conference Board spadł do 90,8 pkt. Pogorszyły się przede wszystkim oceny bieżącej sytuacji gospodarczej i rynku pracy, podczas gdy oczekiwania na kolejne miesiące pozostały relatywnie stabilne. Oznacza to, że konsumpcja nadal wspiera wzrost gospodarczy, ale jej znaczenie jest mniejsze niż w ubiegłym roku, gdy rynek pracy był wyraźnie silniejszy, a poziom niepewności niższy.

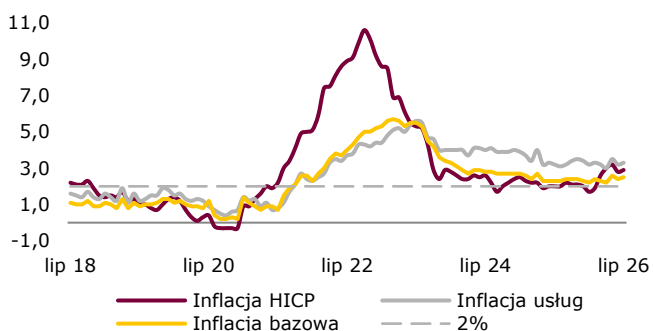
Inflacja pozostaje kluczowym wyzwaniem dla Fed. Lipcowe dane CPI i PPI wskazały na osłabienie presji cenowej, głównie za sprawą spadku cen energii i paliw. Inflacja CPI obniżyła się do 3,4% r/r, a inflacja bazowa do 2,5% r/r. Jednocześnie obraz nie jest jednoznaczny, ponieważ w drugim kwartale wskaźnik PCE przyspieszył do 5,1% k/k w ujęciu annualizowanym, a lipcowe badania PMI sygnalizowały ponowne nasilenie presji kosztowej związanej z wyższymi cenami surowców, paliw i zakłóceniami w łańcuchach dostaw. Fed pozostawił w lipcu stopy procentowe bez zmian, utrzymując jastrzębi ton komunikacji. Choć słabsze dane z rynku pracy ograniczają presję na rychłe zacieśnienie polityki pieniężnej, bank centralny nadal podkreśla brak tolerancji dla inflacji pozostającej powyżej celu. Scenariuszem bazowym pozostaje stabilizacja stóp w najbliższym czasie, jednak rynek nadal dopuszcza możliwość jednej podwyżki, o 25 p.b., do końca roku.

Europa

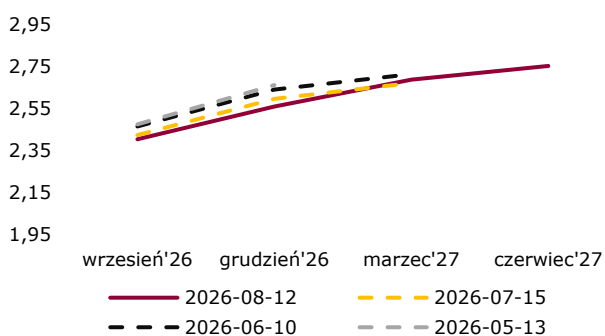
Ożywienie w strefie euro nabiera tempa, choć jego fundamenty pozostają nierówne. Wzrost PKB przyspieszył w 2Q'26, a lipcowe badania koniunktury przyniosły poprawę nastrojów zarówno konsumentów, jak i wśród przedsiębiorców. Jednocześnie sektor wytwórczy nadal wysyła mieszane sygnały, a konsumpcja pozostaje relatywnie słaba, co wskazuje, że odbicie gospodarcze nie ma jeszcze szerokiego charakteru. Wsparciem dla aktywności pozostaje sektor zewnętrzny, choć jego pozytywny wpływ jest mniejszy niż przed rokiem. Tymczasem wzrost cen energii ponownie podbił inflację w lipcu, co skłania EBC do utrzymania ostrożnego podejścia i podtrzymuje oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych we wrześniu.

Drugi kwartał przyniósł wyraźniejsze ożywienie gospodarki strefy euro. Według wstępnych danych PKB wzrósł o 0,4% k/k po stagnacji na początku roku, a dynamika roczna przyspieszyła do 1,0% r/r. Jednocześnie obraz sektora wytwórczego pozostaje mieszany. Majowa produkcja przemysłowa w strefie euro spadła o 0,2% m/m wyr. sez. i 1,2% r/r, jednak coraz więcej sygnałów sugeruje poprawę perspektyw. W Niemczech czerwcowa produkcja przemysłowa wzrosła o 0,2% m/m po rewizji majowego wyniku w dół, a aktywność wspierały przede wszystkim branża motoryzacyjna oraz produkcja pozostałego sprzętu transportowego, obejmująca m.in. samoloty, statki i tabor kolejowy. Jednocześnie dane o nowych zamówieniach pozostają niejednoznaczne. Czerwcowy wzrost zamówień w Niemczech był w dużej mierze efektem pojedynczych dużych kontraktów, podczas gdy po wyłączeniu zamówień wielkoskalowych popyt pozostawał słaby. Mimo to lipcowe badania koniunktury wskazują na poprawę nastrojów. PMI dla przemysłu strefy euro osiągnął najwyższy poziom od ponad czterech lat, poprawiły się również indeksy ESI oraz Ifo (Niemcy). W rezultacie początek trzeciego kwartału przyniósł bardziej optymistyczny obraz europejskiego przemysłu, choć trwałość odbicia nadal pozostaje uzależniona od sytuacji geopolitycznej i cen energii.

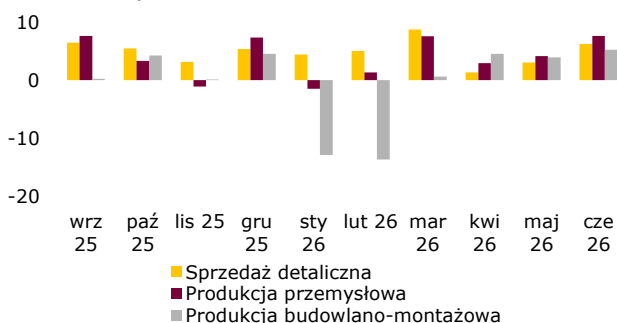
Strefa euro – inflacja konsumencka (% r/r)



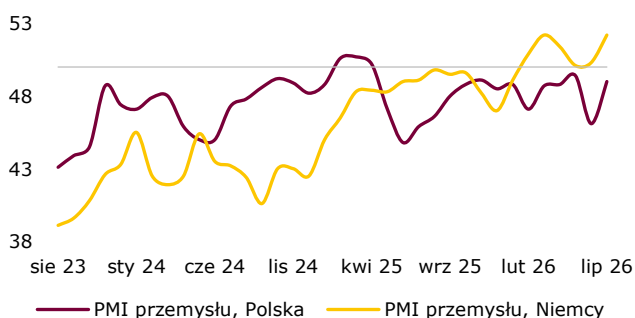
Strefa euro – wycena stopy depozytowej EBC (%) w czasie



Polska - główne miesięczne dane gospodarcze (ceny stałe, %, r/r)



Polska – PMI wg S&P Global



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Dane dotyczące rachunku obrotów bieżących wskazują, że sektor zewnętrzny nadal wspiera aktywność gospodarczą w strefie euro. W maju nadwyżka na rachunku bieżącym wzrosła do 25 mld EUR, przewyższając oczekiwania rynkowe. Za korzystny wynik odpowiadały przede wszystkim dodatnie salda w handlu towarami, usługami oraz dochodach pierwotnych. Jednocześnie w szerszym, dwunastomiesięcznym ujęciu widoczne jest stopniowe osłabienie nadwyżki zewnętrznej względem poprzedniego roku, co wynika głównie z niższej nadwyżki w handlu towarowym. Dane sugerują więc, że choć handel zagraniczny pozostaje ważnym źródłem wsparcia dla gospodarki strefy euro, to jego wkład jest obecnie mniejszy niż rok wcześniej.

Europejski konsument pozostaje ostrożny. W czerwcu sprzedaż detaliczna w strefie euro spadła o 0,3% m/m, a obniżki objęły zarówno żywność, jak i dobra nieżywnościowe. Jediną kategorią wspierającą sprzedaż były paliwa, których zakupy wzrosły wraz ze spadkiem cen ropy obserwowanym w czerwcu. Dane sugerują, że europejskie gospodarstwa domowe nadal zachowują ostrożność w wydatkach, mimo poprawiających się wskaźników nastrojów konsumenckich i gospodarczych. W rezultacie konsumpcja pozostaje jednym ze słabszych elementów obecnego ożywienia gospodarczego w strefie euro.

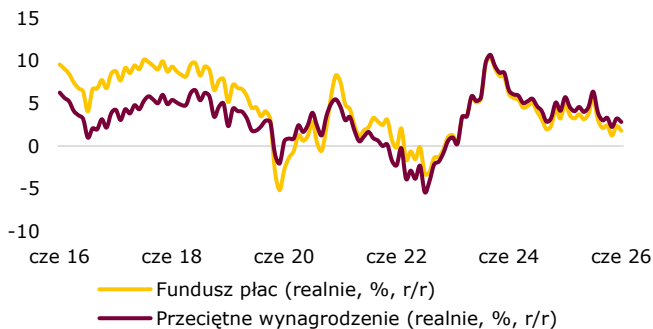
Najciekawsze sygnały napłynęły z obszaru inflacji i polityki pieniężnej. W lipcu inflacja HICP w strefie euro wzrosła do 2,9% r/r z 2,8% r/r miesiąc wcześniej, głównie za sprawą wyższych cen energii wynikających z ponownego wzrostu cen ropy i gazu. Jednocześnie presja bazowa pozostaje relatywnie stabilna, a wzrost inflacji koncentruje się przede wszystkim w najbardziej zmiennych komponentach koszyka. Podczas lipcowego posiedzenia EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian, podkreślając wysoką niepewność dotyczącą wpływu szoku energetycznego na inflację. Ch. Lagarde wskazywała, że bilans ryzyk dla inflacji pozostaje skierowany w górę, choć bank nadal nie obserwuje wyraźnych efektów drugiej rundy w płacach. W rezultacie EBC utrzymuje podejście „z posiedzenia na posiedzenie”, jednak zarówno komunikacja części przedstawicieli banku, jak i oczekiwania rynkowe sugerują, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje podwyżka stóp procentowych we wrześniu (o 25 p.b.).

Polska

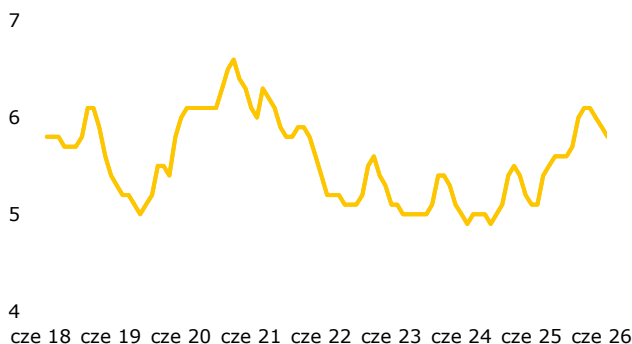
Polska gospodarka weszła w trzeci kwartał w niezłej kondycji, choć perspektywy pozostają obciążone niepewnością geopolityczną. Przemysł i budownictwo zakończyły drugi kwartał mocnymi wynikami, wspieranymi przez rosnące zamówienia i poprawę nastrojów firm. Rynek pracy pozostaje schłodzony, choć stabilny, a stopa bezrobocia według wstępnego szacunku MRPiPS wyniosła 5,9% na koniec lipca. Konsumpcja pozytywnie zaskoczyła mocnym wzrostem sprzedaży detalicznej, jednak gospodarstwa domowe nadal zachowują ostrożność. Z kolei wzrost inflacji do 3,0% r/r w lipcu i ponowny wzrost cen ropy zwiększyły niepewność wokół polityki pieniężnej, co obecnie przemawia za utrzymaniem stóp procentowych NBP bez zmian.

Sektory wytwórcze utrzymały dobrą formę na koniec drugiego kwartału. Czerwiec przyniósł dalsze ożywienie zarówno w przemyśle, jak i budownictwie. Produkcja przemysłowa wzrosła o solidne 7,6% r/r, czemu sprzyjało zarówno obserwowane od początku roku przyspieszenie aktywności, jak i korzystny układ dni roboczych. Pozytywnie zaskoczyło również budownictwo, gdzie produkcja zwiększyła się o 5,2% r/r, a po wielu miesiącach słabości wyraźnie przyspieszyły roboty infrastrukturalne. Dodatkowym

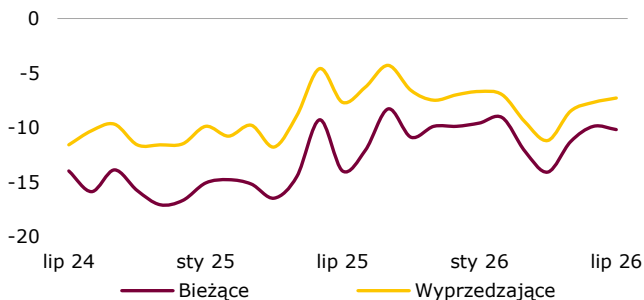
Polska – rynek pracy (sektor przedsiębiorstw)



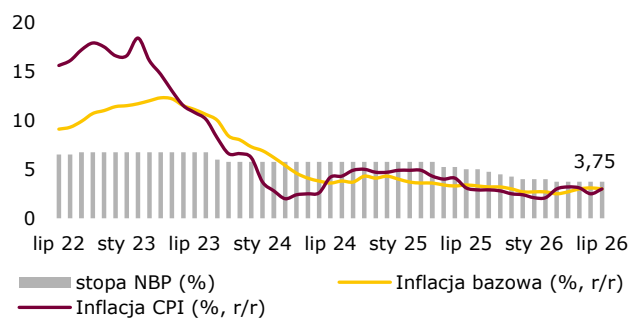
Polska – stopa bezrobocia (w %)



Polska - nastroje konsumentów wg GUS



Polska - inflacja CPI (% r/r) i stopa bazowa NBP (%)



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

wspieraniem dla perspektyw przemysłu pozostają nowe zamówienia, które w czerwcu wzrosły o 11,7% r/r, przy jednocześnie solidnym wzroście zamówień eksportowych. Lipcowe badania koniunktury przyniosły poprawę nastrojów zarówno w przetwórstwie przemysłowym, jak i innych sektorach gospodarki. PMI dla przemysłu odbił z 46,1 do 49,0 pkt, a wskaźniki GUS również sygnalizowały poprawę klimatu biznesowego. Nadal pozostają one jednak poniżej poziomów obserwowanych przed wybuchem konfliktu na Bliskim Wschodzie, co sugeruje, że ożywienie powinno być kontynuowane, ale w otoczeniu podwyższonej niepewności.

Rynek pracy pozostaje schłodzony, choć nie wykazuje oznak wyraźnego pogorszenia. Dynamika wynagrodzeń w czerwcu nieznacznie przyspieszyła do 5,9% r/r, jednak nadal pozostaje umiarkowana na tle ostatnich lat. Dzięki obniżeniu inflacji w czerwcu do 2,5% r/r poprawiła się dynamika realnych dochodów, lecz fundusz płac pozostaje jednym z najsłabszych odczytów w ostatnich trzech latach. Jednocześnie przedsiębiorstwa nadal zachowują ostrożność w zakresie zatrudniania. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było w czerwcu o 0,9% niższe niż rok wcześniej, co wpisuje się w trwający od dłuższego czasu trend ograniczania kosztów pracy i poprawy efektywności. Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się na koniec czerwca do 5,8%, zgodnie z typowym wzorcem sezonowym, a według wstępnych danych MRPiS wzrosła do 5,9% na koniec lipca. Mimo utrzymującego się spadku zatrudnienia sytuacja na rynku pracy pozostaje relatywnie stabilna.

Konsument pozytywnie zaskoczył na koniec drugiego kwartału, choć trudno jeszcze mówić o trwałym przełomie. Sprzedaż detaliczna wzrosła w czerwcu o 6,2% r/r, wyraźnie powyżej oczekiwań. Oprócz korzystnego efektu kalendarzowego widoczna była także poprawa względem maja, wspierana m.in. wzrostem zakupów paliw przed wygaśnięciem programu CPN oraz poprawą nastrojów związanych z malejącymi obawami o sytuację geopolityczną. Szczególnie dobrze radziła sobie sprzedaż dóbr trwałego użytku. Równocześnie lipcowe badanie koniunktury konsumenckiej pokazało wzrost ocen dotyczących możliwości dokonywania większych zakupów oraz poprawę oczekiwań na przyszłość. Wciąż jednak utrzymuje się wysoka skłonność do oszczędzania, a oceny sytuacji gospodarczej i rynku pracy pozostają ostrożne. Z tego względu czerwcowe przyspieszenie sprzedaży detalicznej traktujemy raczej jako pozytywne zaskoczenie niż początek trwałego przyspieszenia konsumpcji.

Najbardziej interesujące sygnały napływały z obszaru inflacji i polityki pieniężnej. Po osiągnięciu celu inflacyjnego w czerwcu (2,5% r/r), w lipcu inflacja CPI wzrosła do 3,0% r/r, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami, głównie za sprawą silnego wzrostu cen paliw po wygaśnięciu programu CPN oraz ponownej eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie inflacja bazowa nadal stopniowo się obniża, a wszystkie miary publikowane przez NBP wskazują na wygasanie krajowej presji cenowej. Stopy procentowe pozostały w lipcu bez zmian (stopa referencyjna 3,75%). Na początku lipca przekaz prezesa NBP miał wyraźnie bardziej gołębi charakter niż w poprzednich miesiącach. Oceniał on, że nastawienie większości członków RPP można określić jako „ostrożnie gołębie”. Dopuścił także możliwość rozważenia obniżki stóp procentowych po wakacjach, o ile napływające dane pozostaną zgodne z ówczesnym scenariuszem. Jednak w kolejnych tygodniach część członków RPP zaczęła zwracać uwagę, że sytuacja makroekonomiczna staje się mniej jednoznaczna. W rezultacie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje obecnie utrzymanie stóp procentowych bez zmian.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 09.06.2026

	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	2025	2026P	2027P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	3,8	4,1	3,5	3,4	3,6	3,6	3,5	3,1
Inwestycje (realnie, %, r/r)	6,8	6,6	2,4	5,3	8,5	4,4	6,9	4,3
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	3,5	4,3	3,3	2,6	3,5	3,7	3,0	2,6
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (%, r/r)	2,9	2,4	3,0	2,5	3,2	2,4	3,3	3,0
Inflacja CPI - średnio (%, r/r)	3,0	2,5	2,4	2,9	3,0	3,6	2,9	3,1
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (%, r/r)	7,5	8,5	6,7	6,0	5,9	8,7	6,1	5,9
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,6	5,7	6,1	5,8	6,0	5,7	6,1	6,0
Bezrobocie - średnio (%)	5,5	5,6	6,1	5,9	6,0	5,4	6,0	6,0
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (%, r/r)	0,5	0,6	1,0	0,8	0,5	0,1	0,7	-0,2
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	3,75
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,47	5,17	5,88	5,26	5,56	5,17	5,45	4,93

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	lip 25	maj 26	cze 26	lip 26	sie 26
Stopa referencyjna NBP (%)	5,00	3,75	3,75	3,75	3,75
<i>konsensus Parkiet</i>					3,76
Produkcja przemysłowa (%, r/r, ceny stałe)	3,0	4,1	7,6	4,9	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,8	
Produkcja budowlano-montażowa (%, r/r, ceny stałe)	0,7	3,9	5,2	6,3	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,2	
Sprzedaż detaliczna (%, r/r, ceny stałe)	4,8	3,0	6,2	5,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,4	
Inflacja konsumencka (%, r/r)	3,1	3,1	2,5	3,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,0	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(%, r/r)	3,3	3,1	3,0	2,9	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,0	
Stopa bezrobocia (%)	5,4	5,9	5,8	5,8	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,8	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,9	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	7,6	5,8	5,9	6,2	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,2	
Eksport towarów (%, r/r, EUR)	3,2	5,5	7,3		
<i>konsensus Parkiet</i>			8,0		
Import towarów (%, r/r, EUR)	2,7	3,7	10,6		
<i>konsensus Parkiet</i>			9,4		

prognozy DAM na dany okres zaznaczone są pogrubioną czcionką

Dział Analiz Makroekonomicznych

Agata Filipowicz-Rybicka

Główny Ekonomista
Dyrektor Działu Analiz Makroekonomicznych
agata.filipowicz-rybicka@alior.pl

Marta Skrzypczyńska

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
marta.skrzypczynska@alior.pl

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
jakub.szczepaniec@alior.pl

Marcin Bogusz

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
marcin.bogusz2@alior.pl

Powyższy materiał (dalej Materiał) został przygotowany przez Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Bank SA. Właścicielem Materiału jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie. Powielanie bądź publikowanie Materiału lub jego części bez pisemnej zgody Alior Bank S.A. jest zabronione. Materiał ma charakter informacyjny, w szczególności nie stanowi: rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, rekomendacji udzielonej w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego (usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne), porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym, badania inwestycyjnego, jak również nie może być traktowany jako usługa doradztwa podatkowego bądź prawnego. Alior Bank S.A. podjął starania, aby Materiał został sporządzony w sposób rzetelny, z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności oraz z należytą starannością. Materiał wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Alior Bank S.A. nie zobowiązuje się do aktualizacji Materiału po dniu publikacji. Materiał został sporządzony na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Dział Analiz Makroekonomicznych za wiarygodne, przy czym Alior Bank S.A. ani sporządzający Materiał pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za rzetelność oraz prawdziwość materiałów źródłowych sporządzonych przez podmioty trzecie, a wykorzystanych do opracowania Materiału. Materiał może zawierać prognozy co do zdarzeń przyszłych, które są niepewne oraz są obciążone ryzykiem błędu. Podejmując decyzje inwestycyjne Klient powinien kierować się własną, niezależną oceną. Klient ponosi pełną odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych. Źródłem danych są m.in. GUS, NBP, PAP, Refinitiv, Bloomberg, GPW, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.



**ALIOR
BANK**

LATO W RYTMIE GEOPOLITYKI

**MAKROWIZJER
SIERPIEŃ 2026**