



**ALIOR
BANK**

SILNIK INWESTYCJI NABIERA OBROTÓW

**MAKROWIZJER
WRZESIEŃ 2026**

Ai+



Szok naftowy wydłużony

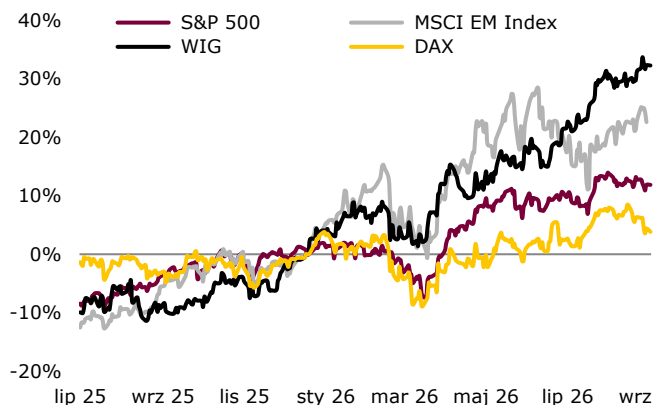


Gospodarki zachodnie (póki co) względnie odporne na zaburzenia w handlu ropą

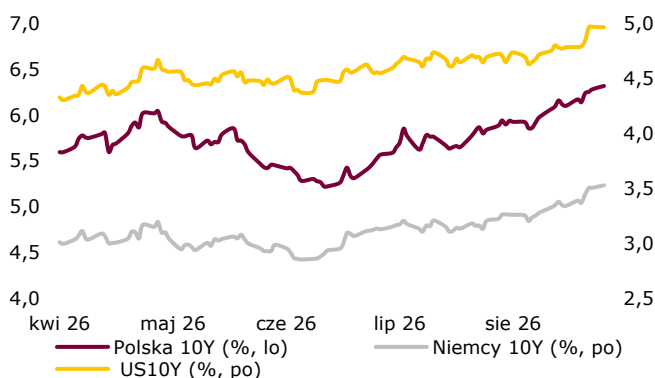


W Polsce ożywienie inwestycyjne wydatnie wspiera koniunkturę

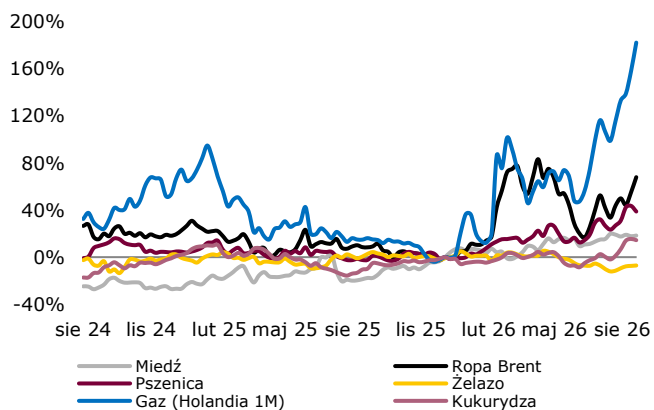
Rynek akcji (zmiana względem 31.12.2025)



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

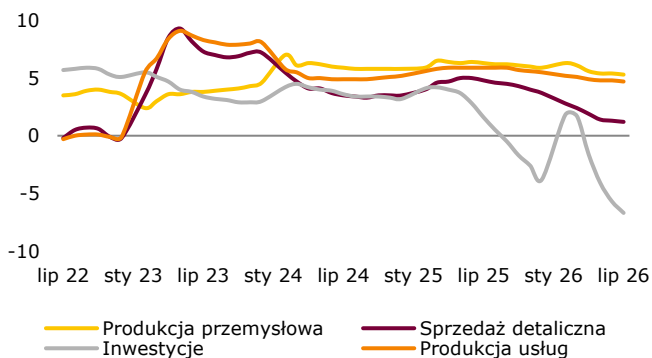
Wydłużający się szok naftowy w ostatnich tygodniach przyhamował nieco hossę na giełdach akcji. Niewątpliwie wpływa też na jej strukturę. Generalnie w tym roku najczęściej zyskują firmy energetyczne, przynajmniej te, których operacje nie są bezpośrednio dotknięte wojną na Bliskim Wschodzie, a korzystają z wysokich cen energii. Otoczenie sprzyja też beneficjentom boomu AI i popytu inwestycyjnego z niego wynikającego, a także popytu na militaria. Najbardziej skutki szoku dotknęły producentów i dostawców usług konsumpcyjnych – podwyższona inflacja to większe koszty i mniejsza siła nabywcza klienta. Per saldo taki obraz składa się na utrzymanie całkiem solidnych tegorocznych wzrostów obserwowanych indeksów. Amerykański SP500 na przestrzeni ostatnich tygodni wyhamował co prawda zwyczajki, ale wciąż rośnie o przeszło 10% w ujęciu YTD. Niemiecki DAX w tym czasie nieznacznie osłabł, ale jest wciąż na plusie w 2026 (ok. 4% YTD), a MSCI Emerging Markets odrabiał ostatnio straty po gwałtownej czerwcowo-lipcowej korekcie spadkowej i rośnie o ponad 20% YTD. Warszawski parkiet niezmiennie wyróżnia się pozytywnie na tle globalnym – WIG zyskuje przeszło 30% YTD.

Odwrotna sytuacja panuje na rynku długu. Przedłużający się szok naftowy generuje ryzyka inflacyjne, a dodatkowo podnosi wydatki w państwach, które się decydują na redukcję obciążenia gospodarstw domowych rosnącymi kosztami energii. Rezultatem są wyższe stopy procentowe, zarówno krótkoterminowe jak i długoterminowe. W Polsce dodatkowo przecenę obligacji SPW mogły nasilić rządowe plany budżetowe, wg których deficyt sektora gg w 2027 ma trzeci rok z rzędu przekroczyć 7% PKB i będzie na podobnym poziomie jak w 2026 (7,1%), co oznacza odsunięcie planów konsolidacji fiskalnej na dalsze lata. Rentowności 10-letnich Treasuries w pierwszej połowie września zbliżają się do wieloletniego maksimum w okolicy 5%, odpowiedni tenor Bunda jest w okolicy 3,5%. To poziom najwyższy od przeszło 15 lat, a w przypadku polskich 10-latek rentowności przekroczyły 6% i są najwyższe od kryzysu inflacyjnego i wybuchu wojny na Ukrainie z okresu 2022-2023.

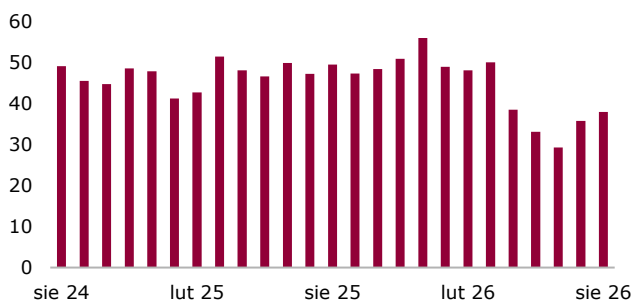
Surowce

Ostatnie tygodnie zaznaczyły się silnym wzrostem cen szerokiego koszyka surowców. Kluczową składową krajobrazu są zakłócenia podaży związane z sytuacją geopolityczną, w tym głównie z konfliktem w regionie Zatoki Perskiej, ale również wojną Rosji z Ukrainą. Szczególnie dotknięty jest gaz europejski (TTF), gdzie ograniczona podaż z Kataru spotyka się z nasilonym popytem wynikającym z budowania zapasów w UE przed sezonem grzewczym. W przypadku ropy niewykluczone, że jeden z istotnych buforów dla trudnego zbilansowania globalnego popytu i podaży tego surowca, a więc znacząco obniżone chińskie zakupy w ostatnich miesiącach, właśnie zaczyna się odwracać. Rosnące ceny żywności to skutek zarówno zakłóceń dostaw gazu i nawozów z Zatoki Perskiej, ale też utrudnionego tranzytu na Morzu Czarnym (wpływ nasilenia działań zbrojnych Rosji i Ukrainy na tym obszarze) oraz obaw o negatywny wpływ mocnego w tym roku El Nino na warunki upraw.

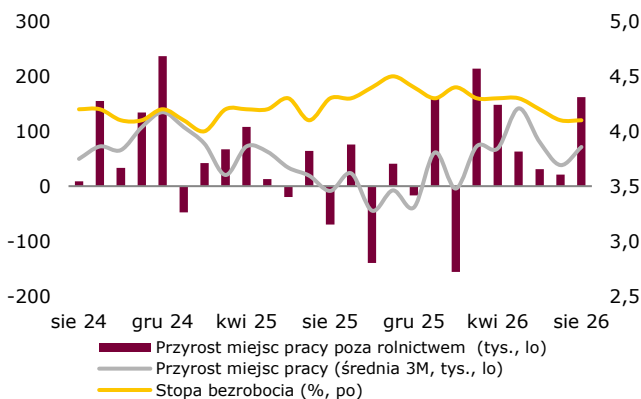
Chiny – kluczowe miesięczne dane (YTD, %, r/r)



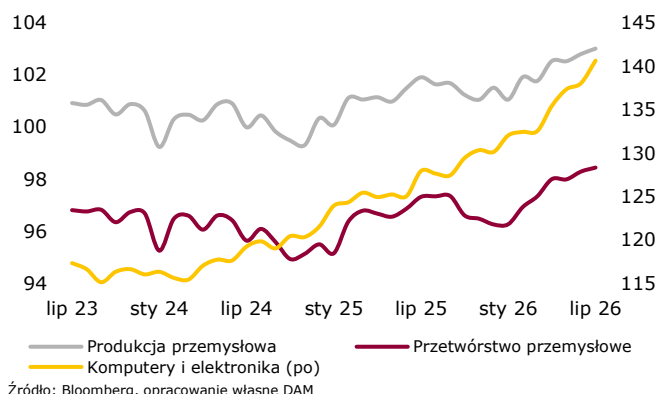
Chiny – import surowej ropy (mln ton metrycznych)



USA – rynek pracy



USA – produkcja przemysłowa (2017=100, ceny stałe)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Chiny

Popyt konsumpcyjny w Państwie Środka na początku 2 połowy roku nadal wytracał tempo. Tak przynajmniej sugerują dane o sprzedaży detalicznej towarów i usług – dynamika r/r YTD w lipcu obniżyła się do 2,6% z 2,7% w czerwcu. Przyhamowanie dotyczyło mocniejszych usług (z 5,3% do 5%), a w przypadku wyraźnie słabszej sprzedaży towarów obserwowana była stabilizacja wzrostu (1,1%). Chiny niezmiennie mierzą się ze słabością popytu wewnętrznego. Pokazują to też dane o inwestycjach, które w lipcu obniżyły się o 6,7% r/r YTD. Przejawem jest utrzymująca się od przeszło 3 lat niska inflacja konsumencka (w lipcu 0,8% r/r), której nie podbił nawet szok naftowy.

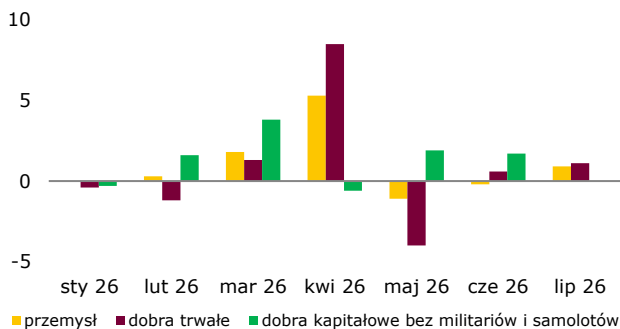
Nieźle nadal wygląda przemysł wspierany przez eksport i globalny boom inwestycyjny w obszarze nowych technologii. Choć w sektorze obserwujemy w tym roku stopniowe hamowanie dynamik sprzedaży – w lipcu wzrost wyniósł 5,3% r/r YTD, przy blisko 6-procentowym wzroście w całym 2025. Skokowo rosnące zyski firm z sektora, w lipcu o przeszło 17% r/r YTD, w szczegółach kryją duży rozdźwięk między branżami. Pozytywnie wyróżniają się m.in. te powiązane z rozwojem nowych technologii, a słabo wyglądają segmenty dóbr konsumenckich, czy też dóbr eksponowanych na budownictwo. W najświeższych, sierpniowych danych o handlu zagranicznym, oprócz faktu utrzymywania wysokich dynamik w eksporcie (do sierpnia przeszło 19% r/r w USD), warto zwrócić uwagę na import ropy. Chiny znacząco ograniczyły zakupy tego surowca w kulminacyjnym okresie szoku naftowego – w maju sprowadzały o 31% mniej ropy r/r, a w czerwcu o 37%. Od lipca widać stopniowe odbicie wolumenu importu i w sierpniu było to już tylko ok. 20% mniej r/r. To sygnał ostrzegawczy, że bufor jakiego dostarczyły Chiny na rynku ropy w okresie szoku naftowego, jako znaczący importer odpowiadający za ok. 25% globalnego wolumenu handlu, powoli może się wyczerpywać.

USA

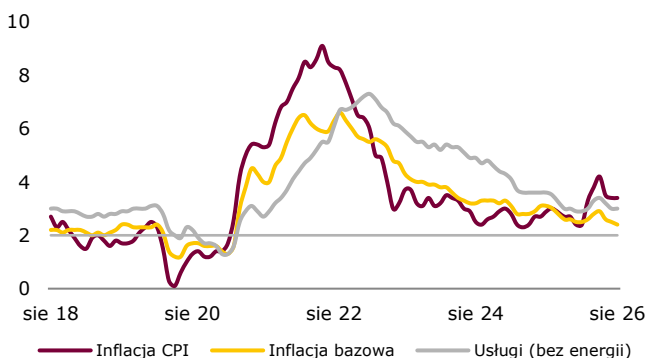
W najnowszych danych z amerykańskiej gospodarki na pierwszy plan wysuwają się sierpniowe statystyki z rynku pracy. Były zaskakująco dobre i uspokoiły po obserwowanym na przestrzeni wcześniejszych kilku miesięcy schłodzeniu. W szerszym kontekście wpisują się w obraz gospodarki mocniejszego popytu inwestycyjnego ukierunkowanego na rozwój nowych technologii, nieco mniejszego potencjału konsumpcji prywatnej i zredukowanej aktywności sektora publicznego. Wskaźniki koniunktury sugerują, że na horyzoncie, pomimo wyzwań, nie widać spowolnienia. Jeśli do tego dodać inflację przekraczającą wyraźniej cel Fed (2%) i wydłużający się szok naftowy, dostajemy obraz, w którym presja na podwyżki stóp procentowych rośnie.

W sierpniu wg danych BLS przyrost miejsc pracy w USA w sektorach pozarolniczych był na poziomie 162 tys. (wyr. sez.), a dodatkowo niskie odczyty za czerwiec i lipiec zostały zrewidowane w górę łącznie o 55 tys. Stopa bezrobocia utrzymała się na 4,1% i jest najniższa od roku. Do tego doszło wyhamowanie wzrostu stawki godzinowej do 3,1% r/r. Wchodząc w szczegóły danych i patrząc na nieco szerszą perspektywę dostajemy obraz rynku pracy, który przechodzi przebudowę sektorową. Popyt na pracownika przesuwają się w stronę branż związanych z infrastrukturą, budownictwem niemieszkalnym, produkcją dóbr inwestycyjnych oraz usług związanych ze starzeniem się społeczeństwa. Słabiej wyglądają branże produkujące dobra konsumpcyjne, handel, część usług biurowych, IT i finansów. Oprócz boomeru inwestycyjnego w nowych technologiach, który prawdopodobnie już skutkuje poprawą produktywności,

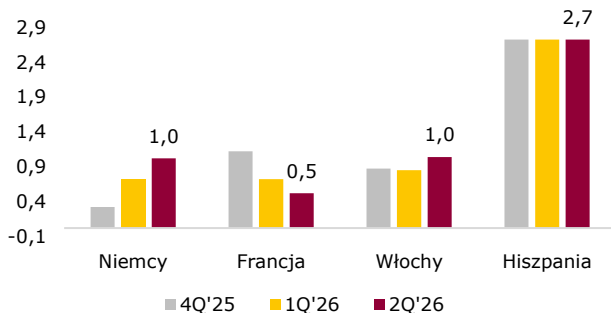
USA – nowe zamówienia (% m/m, wyr. sez.)



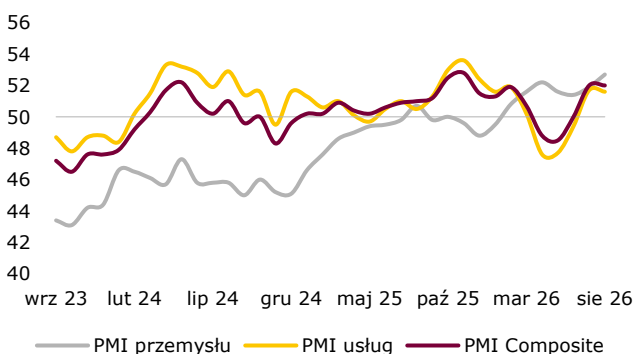
USA – inflacja CPI, USA (% r/r)



strefa euro – dynamika PKB w największych gospodarkach strefy euro (% r/r, wyr. sez.)



strefa euro – wskaźnika PMI (S&P Global)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

istotnym czynnikiem są zmiany demograficzne (starzenie się społeczeństwa), któremu towarzyszy restrykcyjna polityka migracyjna ograniczająca zarówno podaż pracy, jak i potencjalne tempo wzrostu zatrudnienia. Poza tym widać mniejszą aktywność sektora publicznego, głównie za sprawą istotnej redukcji cywilnego personelu w obronie narodowej.

W bieżących danych za 3 kwartał obserwowane jest przyhamowanie wzrostów w nowych zamówieniach dla przemysłu i w dobrach kapitałowych w lipcu. Jednocześnie wskaźniki koniunktury sugerują, przyspieszenie ożywienia w usługach i niewielkie spowolnienie wzrostu w przemyśle. Tym samym sugerują, że na horyzoncie nie widać spowolnienia. Konsument miał słabszy początek kwartału w zakresie dóbr, ale usługi to częściowo kompensują. Lipcowe dane o dochodach pokazały wzrost realny o 0,5% m/m wyr. sez., co wskazuje na potencjał umiarkowanego przyspieszenia konsumpcji. Oczywiście słoniem w składzie porcelany są ceny paliw (od lutego wzrosły o przeszło 30%), a szerzej inflacja i skutki wojny na Bliskim Wschodzie, które obniżają zapal konsumentów.

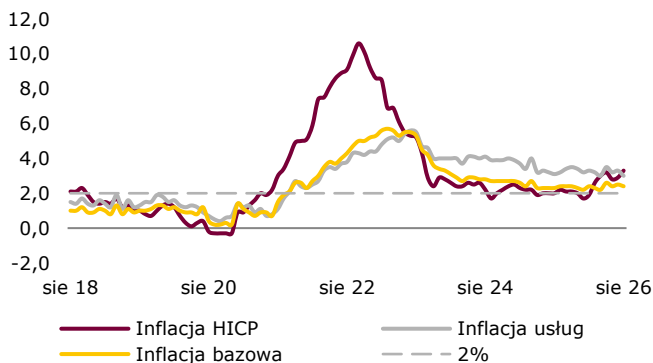
Fed obecnie jest zakładnikiem rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie. Inflacja CPI w sierpniu stabilizowała się na poziomie 3,4% r/r. Inflacja bazowa (bez żywności i energii) jest co prawda wyraźnie bliżej celu Fed (2%), w sierpniu wyniosła 2,4% r/r, ale już miara preferowana przez Fed, inflacja PCE, w lipcu była jeszcze wyższa – szeroka miara na poziomie 3,7% r/r, a bazowa 3,3% r/r. Przedłużanie się szoku naftowego w połączeniu z lepszym obrazem rynku pracy i utrzymującym się ożywieniem gospodarczym wywiera zatem silną presję na zacieśnianie polityki monetarnej w USA.

Europa

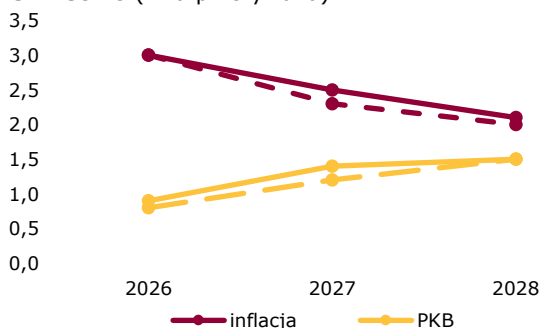
Gospodarka strefy euro po słabszym 1 kwartale tego roku, pomimo wymagającego otoczenia, w 2 kwartale przyspieszyła. 3 kwartał wygląda wciąż dobrze jeśli popatrzymy na wskaźniki koniunktury. Ten obraz wydatnie wspierany jest przez poprawę w Niemczech, m.in. na skutek coraz lepszej oceny sytuacji przez tamtejszy przemysł. W krótkim terminie nie realizują się zatem obawy o znaczny negatywny wpływ szoku naftowego, ale jego przedłużanie oznacza dalsze zaburzenia łańcuchów dostaw, wyższe koszty dla firm i niepewność wśród konsumentów, a co za tym idzie rodzi ryzyko ograniczania potencjału umiarkowanego ożywienia. Tym bardziej, że EBC mając na uwadze wybiecie inflacji poza cel i widząc, że popyt pozostaje względnie odporny, podniósł we wrześniu stopy procentowe drugi raz w tym roku i sugeruje, że w obecnym otoczeniu kolejna podwyżka jest prawdopodobna.

PKB strefy euro w 2 kwartale wzrósł o 1,2% r/r, a więc po słabszym 1 kwartale (0,6% r/r) wrócił do tempa obserwowanego na przestrzeni ubiegłego roku. Lekką pozytywną niespodziankę zapewniła m.in. konsumpcja prywatna, rosnąca o 1,1% r/r. Schłodzenie względem ub. roku utrzymuje się, ale nie jest znaczące, zwłaszcza mając na uwadze silne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie. Inwestycje w strefie euro rosły o 1,4% r/r, a więc mocniej niż w 1 kwartale (0,1% r/r). Spośród 4 największych gospodarek pod kątem wzrostu PKB pozytywnie wciąż wyróżnia się Hiszpania (2,7% r/r). Natomiast Niemcy zanotowały wyraźniejszą poprawę – w 2 kwartale PKB rósł o 1% r/r wobec 0,7% r/r w 1 kwartale. Póki co nie jest to jednak poprawa jakościowa – wzrost napędzany jest głównie przez popyt sektora publicznego.

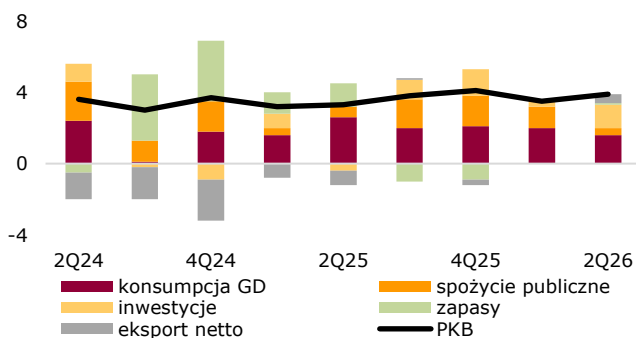
strefa euro – inflacja HICP (S&P Global)



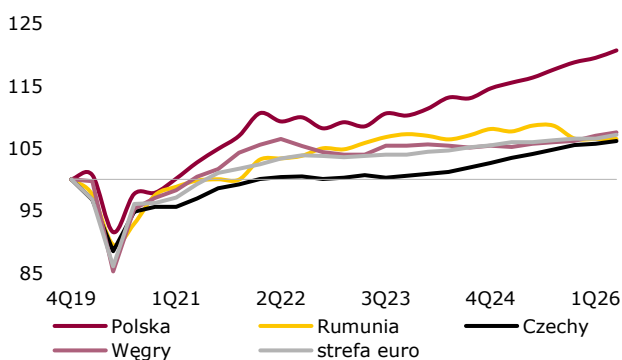
Strefa euro – zmiana prognoz EBC, wrzesień'26 vs czerwiec'26 (linia przerywana)



Polska – dynamika PKB (realnie, %, r/r) i jego kompozycja (p.p.)



Polska – poziom PKB (4Q19=100, wyr. sez., ceny stałe)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

3 kwartał przyniósł wyraźną poprawę wskaźników koniunktury. Jest to powszechne zjawisko – dotyczy indeksów PMI, badań Komisji Europejskiej, czy też niemieckiego Ifo. W ujęciu sektorowym widać wyraźne odbicie nastrojów firm nastawionych na popyt konsumencki – to zapewne skutek braku realizacji obaw o jego załamanie. Solidnie wyglądają oceny sytuacji w sektorze przemysłowym, które sugerują przyspieszające ożywienie. Nie sposób jednak pominąć wątpliwości dotyczące tych wskaźników. W zakresie konsumenta to głównie ryzyko odsunięcia decyzji o redukcji wydatków w czasie. Tym bardziej, że szok naftowy wydłuża się. W przypadku produkcji przemysłowej trzeba pamiętać, że kluczowy sektor niemiecki, pomimo regularnego napływu zwiększonych nowych zamówień, jeszcze nie zwiększa sprzedaży i regularnie rozczarowuje wynikami. Lepiej jest w pozostałych krajach, gdzie w tym roku przeważnie obserwujemy mniejsze lub większe ożywienie. Mając na uwadze powyższe zastrzeżenia, stępujące nieco pozytywny wydzźwięk wskaźników koniunktury, te nadal są na tyle dobre, że mało prawdopodobne jest rychłe istotne spowolnienie gospodarki.

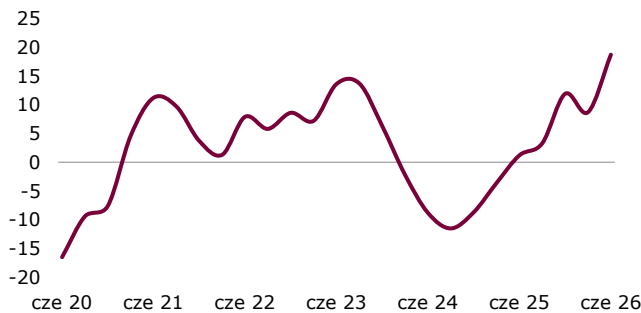
W tym tonie wybrzmiały najnowsze projekcje EBC, które bank opublikował po wrześniowym posiedzeniu. Prognozy dynamiki PKB zostały skorygowane nieco w górę, do 0,9% w 2026 (+0,1 p.p.) i 1,4% w 2027 (+0,2 p.p.), podobnie jak inflacji HICP – w 2026 bez zmian 3%, ale w 2027 do 2,5% (+0,2 p.p.) i w 2028 do 2,1% (+0,1 p.p.). Bank jednym słowem widzi mocniejszy popyt, który dokłada się do ryzyka utrzymania inflacji poza celem (2%) przez dłuższy czas. Stąd druga w tym roku decyzja o podwyżce stóp procentowych i zapowiedź możliwości kolejnych podwyżek, zwłaszcza jeśli szok naftowy będzie się nasilał. Patrząc na sytuację wyłącznie z punktu widzenia inflacji bank w tym epizodzie inflacyjnym prowadzi konserwatywną politykę monetarną. Wskaźnik HICP w sierpniu wzrósł do 3,3% r/r, a HICP bazowa 2,4% r/r, co przebija cel banku (2%). Tym niemniej w 2022 EBC rozpoczął cykl podwyżek dopiero przy inflacji HICP bliskiej 9% r/r i bazowej ok. 4% r/r.

Polska

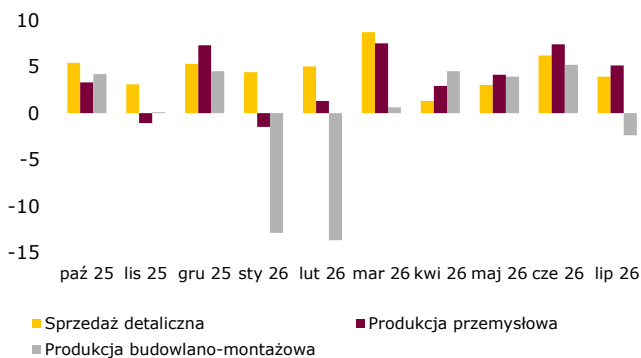
Wzrost gospodarczy Polski wyraźnie przyspieszył w 2 kwartale, wsparty przede wszystkim znacznym ożywieniem inwestycyjnym, ale też mocnym wynikiem w eksporcie. Koniunktura zaskoczyła jednym słowem na plus, choć część impulsów wzrostowych mogła być przejściowa. Pod kątem otoczenia zewnętrznego jednak obserwujemy rozwój wymagającego scenariusza, przede wszystkim ze względu na przedłużający się szok wojny na Bliskim Wschodzie. Z drugiej strony w strefie euro koniunktura jak dotąd lekko przebiega oczekiwania. Ogólny obraz jaki zatem dostajemy to mocniejszy popyt przy przedłużających się zaburzeniach podaży, co podkreśla ryzyka inflacyjne. W rezultacie perspektywę obniżek stóp procentowych można na razie odłożyć na półkę. Urealnia się natomiast scenariusz stabilizacji polityki monetarnej, a w tle podbite jest nawet prawdopodobieństwo umiarkowanego zacieśniania.

PKB Polski w 2 kwartale wzrósł o solidne 3,9% r/r, co oznacza przyspieszenie wobec słabszego 1 kwartału (3,5% r/r) i powrót do tempa rozwoju obserwowanego w 2 połowie ub. roku. Dobrze wyglądała struktura wzrostu. Przyhamowała konsumpcja, zarówno prywatna (z 3,3% do 2,8% r/r) jak i publiczna (z 6% do 1,7% r/r), a przyspieszyły, i to wydatnie, inwestycje (z 2,4% do 8,4% r/r) i eksport (z 6,1% do 10,4% r/r). Lekkie schłodzenie konsumpcji to w znacznej mierze skutek szoku naftowego i ograniczenia dochodów realnych gospodarstw domowych przez wyższą inflację. Popyt inwestycyjny został podbity głównie przez koncentrację

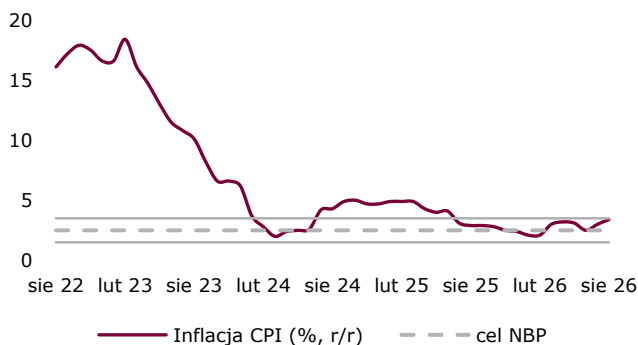
Polska – inwestycje przedsiębiorstw (% r/r, ceny stałe, pow. 50 zatr.)



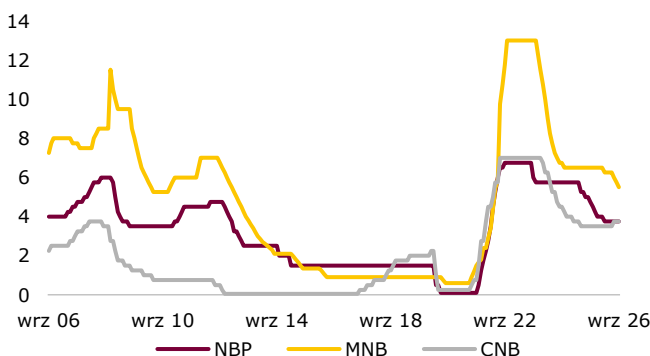
Polska – główne miesięczne dane gospodarcze (ceny stałe, %, r/r)



Polska – inflacja konsumencka (% r/r)



Polska – stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

wydatków w ramach KPO. Z kolei eksport netto, oprócz faktu globalnego ożywienia w przemyśle, dodatkowo dostał impuls w postaci wzmożonego popytu (w tym zagranicznego) na dobra zaopatrzeniowe, co częściowo było związane z przezornościowym gromadzeniem zapasów przez firmy w obawie przed skutkami szoku naftowego.

Ożywienie inwestycji to główny czynnik przyspieszenia gospodarki w 2 kwartale. Ich kontrybucja do wzrostu wyniosła 1,3 p.p., a więc o 1 p.p. więcej niż w 1 kwartale, w którym były pod presją czynników pogodowych (budownictwo). Ten element przestał ciążyć, a znaczenia nabrała intensyfikacja wydatkowania środków z KPO, w ramach których inwestycje z części grantowej muszą się zamknąć w 3 kwartale br. Środki z tych funduszy wzmacniają cykliczne ożywienie inwestycji firm, choć to jest raczej skoncentrowane w obszarze dużych i średnich przedsiębiorstw. Tu inwestycje w cenach stałych rosły o blisko 19% r/r w 2 kwartale, wobec 8,7% r/r w 1 kwartale.

Rachityczne inwestycje samorządowe, które w cenach bieżących spadły o 4,5% r/r w 1 połowie 2026 sugerują, że wydatkowanie z funduszy spójności w ramach budżetu unijnego jest wolniejsze, choć napływy tych środków nabrały tempa w tym roku. Tu mocniejsza użycia będzie miała miejsce zapewne w 2 połowie tego roku, a część planów może zostać przesunięta na 2027, nomen omen, wyborczy rok. Nie znamy szczegółów pod kątem skali wpływu wydatków militarnych państwa na inwestycje, ale wnioskując z innych danych, wnioskujemy, że w 2 kwartale ten komponent nie był istotnym czynnikiem inwestycyjnego przyspieszenia.

W 3 kwartał gospodarka zatem weszła rozpędzona. Kluczowe motory wzrostu pozostaną aktualne. Inwestycje naszym zdaniem mają jeszcze potencjał, aby poprawić dynamikę. Co prawda budownictwo zaliczyło w lipcu wpadkę (-2,4% r/r), ale zakładamy, że ta wynika z kwestii przesunięć w rozliczeniach robót, co zostanie odrobione. W przemyśle wciąż imponująco wygląda produkcja w obszarze dóbr inwestycyjnych (w lipcu 11,1% r/r). Nieco przyhamował wzrost, ale wciąż jest solidny w dobrach zaopatrzeniowych (odpowiednio 6,3% r/r, przy średniej z 2 kwartału ok. 8,6% r/r). Konsumenci zostali wsparci przyspieszeniem dynamiki płac, która w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w lipcu 6,8% r/r wobec średnio 5,7% r/r w 2 kwartale. To amortyzuje przyspieszenie inflacji w okolicy 3,4% r/r w sierpniu, napędzane drożącym paliwem.

Negatywny wpływ szoku naftowego na polską gospodarkę w 2 kwartale był umiarkowany. Podbity popyt na dobra zaopatrzeniowe mógł nawet przejściowo dodatkowo wspierać kreację wartości dodanej. Z kolei wyraźne odbicie inwestycji po słabym 1 kwartale powinno nadal napędzać ożywienie. Dynamika konsumpcji prywatnej przyhamowała względem 2025, ale nie daje sygnałów mocnego spowolnienia. Polski przemysł, patrząc szeroko, nadal wykazuje się odpornością na wstrząsy, co odzwierciedlone jest m.in. w przyspieszeniu sprzedaży zagranicznej. To główne czynniki, które wspierają podniesienie przez nas prognozy wzrostu PKB w 2026, z 3,5% do 3,8%. Taki obraz dla RPP jest wyzwaniem pod kątem interpretacji długoterminowej, ale na tu i teraz, wydaje się jednoznaczny – popyt jest względnie zdrowy, co wzmacnia ryzyka inflacyjne wynikające z zewnętrznego szoku. Z inflacją balansującą przy górnym odchyleniu celu NBP (3,5%) ewentualne plany obniżek stóp procentowych muszą zostać odsunięte w czasie. W związku z tym spodziewamy się stabilizacji stóp NBP w najbliższych kwartałach. Natomiast negatywny rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie podbija prawdopodobieństwo realizacji scenariusza umiarkowanego zacieśniania polityki monetarnej.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 03.09.2026

	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26	2025	2026P	2027P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	4,1	3,5	3,9	4,0	3,9	3,6	3,8	3,0
Inwestycje (realnie, %, r/r)	6,6	2,4	8,4	12,2	10,1	4,4	8,9	3,3
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	4,3	3,3	2,8	3,5	2,3	3,7	3,0	2,6
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (%, r/r)	2,4	3,0	2,5	3,6	3,5	2,4	3,5	2,9
Inflacja CPI - średnio (%, r/r)	2,5	2,4	2,9	3,3	3,5	3,6	3,0	3,0
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (%, r/r)	8,5	6,7	5,5	6,8	5,9	8,7	6,2	6,1
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,7	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,8	5,8
Bezrobocie - średnio (%)	5,6	6,1	5,9	5,8	5,8	5,4	5,9	5,8
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (%, r/r)	0,6	1,0	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,2	-0,1
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	3,50
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,17	5,88	5,28	5,92	5,82	5,17	5,82	5,09

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	sie 25	cze 26	lip 26	sie 26	wrz 26
Stopa referencyjna NBP (%)	4,75	3,75	3,75	3,75	3,75
<i>konsensus Parkiet</i>					3,75
Produkcja przemysłowa (%, r/r, ceny stałe)	0,7	7,4	5,1	6,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,1	
Produkcja budowlano-montażowa (%, r/r, ceny stałe)	-7,0	5,2	-2,4	9,9	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,0	
Sprzedaż detaliczna (%, r/r, ceny stałe)	3,1	6,2	3,9	5,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,5	
Inflacja konsumencka (%, r/r)	2,9	2,5	3,0	3,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,1	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(%, r/r)	3,2	3,0	3,1	3,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,1	
Stopa bezrobocia (%)	5,5	5,8	5,8	5,8	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,8	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,8	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	7,1	5,9	6,8	6,6	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,5	
Eksport towarów (%, r/r, EUR)	-1,3	12,3	7,9		
<i>konsensus Parkiet</i>			8,5		
Import towarów (%, r/r, EUR)	-1,0	16,9	10,3		
<i>konsensus Parkiet</i>			10,6		

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

Menedżer 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**

SILNIK INWESTYCJI NABIERA OBROTÓW

**MAKROWIZJER
WRZESIEŃ 2026**

Ai+