






**ALIOR
BANK**

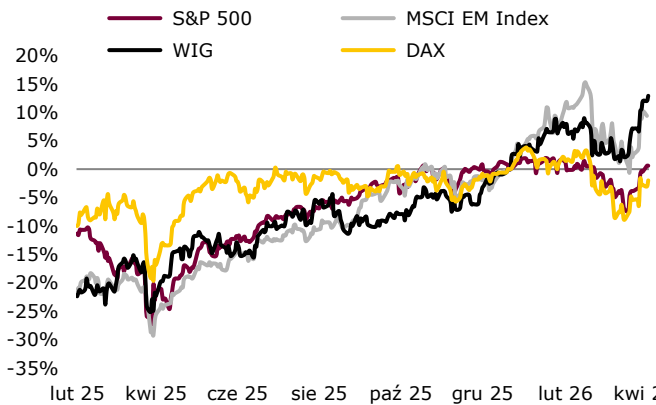
Dział Analiz
Makroekonomicznych

GOSPODARKA W CIENIU GEOPOLITYKI

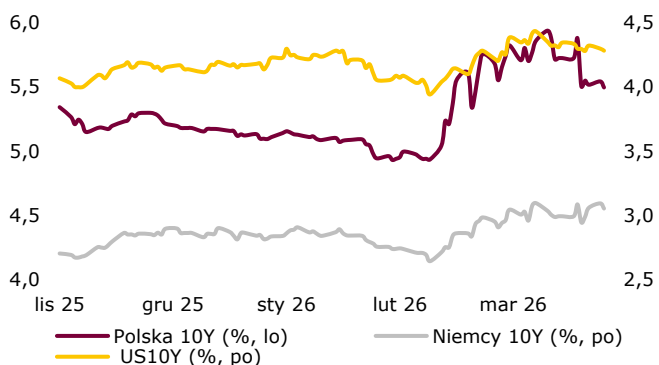
MAKROWIZJER
KWIECIEŃ 2026

-  Konflikt na Bliskim Wschodzie wciąż na pierwszym planie
-  Rosnące koszty paliw podbijają inflację
-  Banki centralne w trybie „wait and see”

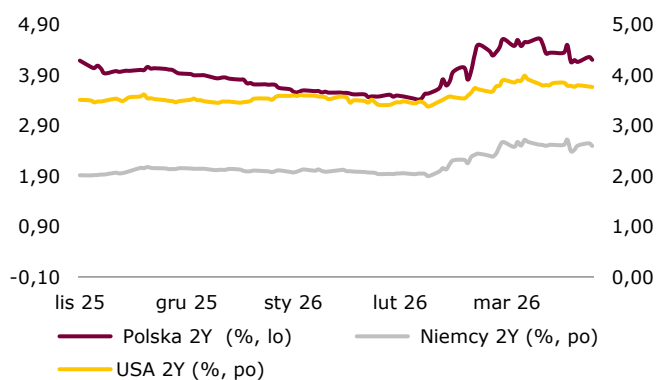
Rynek akcji (zmiana względem 31.12.2025)



Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



Rentowności 2-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Rynki akcji i długu

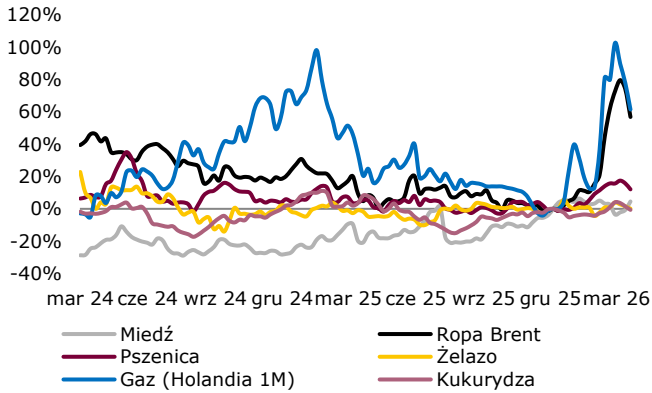
Ostatnie tygodnie na rynku akcji upływały pod znakiem wysokiej zmienności wywołanej konfliktem na Bliskim Wschodzie. Nastroje reagowały na każdą zmianę retoryki stron, zwłaszcza zapowiedzi z Waszyngtonu dotyczące czasu trwania działań militarnych. Po krótkim uspokojeniu w połowie marca, dalsza eskalacja Iranu i ataki na państwa Zatoki ponownie zwiększyły awersję do ryzyka, wywołując spadki indeksów. W drugiej połowie miesiąca rynek coraz bardziej dyskutował scenariusz przedłużającego się konfliktu i utrzymania wysokich cen energii, co spowodowało S&P 500 ok. 7% poniżej poziomów z początku marca. Na początku kwietnia apetyt na ryzyko pozostał ograniczony, a rynki nie reagowały już na deklaracje o „szybkim zwycięstwie”, pozostając pod presją wobec zbliżania się terminu ultimatum dla Iranu. Ogłoszone 8 kwietnia dwutygodniowe zawieszenie broni między USA i Iranem wywołało wyraźny zwrot w nastrojach rynkowych w kierunku trybu risk-on. Inwestorzy zwiększyli ekspozycję na aktywa ryzykowne, gwałtownie spadły ceny ropy i gazu, a rynkowe oczekiwania dotyczące zacieśniania polityki pieniężnej w strefie euro zostały istotnie obniżone. Jednakże pierwsze negocjacje pokojowe odbywające się w weekend 11-12 kwietnia w Pakistanie zakończyły się fiaskiem. W rezultacie cieśnina Ormuz na dzień 14 kwietnia jest nadal zablokowana, przy czym pojawiły się doniesienia o możliwym szybkim wznowieniu rozmów pokojowych. W takim otoczeniu geopolitycznym obserwowaliśmy na światowych giełdach sporą zmienność. Amerykański S&P500 jest w połowie kwietnia nieco wyżej niż na początku roku (+0,6% YTD), a niemiecki DAX niżej (-2,0% YTD). Na plusie od początku roku ciągle pozostaje MSCI EM (+9,4% YTD). Krajowy indeks WIG20 wyróżnia się pozytywnie (+14,0% YTD).

Rynek obligacji skarbowych, zarówno w USA, jak i w Polsce pozostawał w marcu i kwietniu silnie uzależniony od bieżących doniesień geopolitycznych i ich wpływu na inflację oraz globalną podaż energii. W marcu rentowności Treasuries wzrosły o ok. 40 p.b. Inwestorzy wyceniali rosnące prawdopodobieństwo ponownego trwałego podbicia inflacji przy utrzymujących się wysokich cenach ropy. Rentowności 10-latek USA zbliżyły się do ok. 4,3%, osiągając najwyższy poziom od lipca poprzedniego roku. Niemieckie 10-latki odnotowały podobny wzrost i zakończyły marzec w okolicach 3,0%. W pierwszej dekadzie kwietnia rentowności Bundów oraz Treasuries pozostały dość stabilne. Na krajowym rynku długu zmienność była jeszcze wyższa. Rentowności polskich papierów wzrosły o ok. 100 p.b. Na koniec marca rentowności obligacji 10-letnich wyniosły ok. 5,9% a 2-letnich ok. 4,5%. Ogłoszenie pod koniec marca pakietu CPN obniżającego krótkoterminowe perspektywy inflacji przyczynił się do zniżki 2-latek do ok. 4,2% na koniec pierwszej dekady kwietnia.

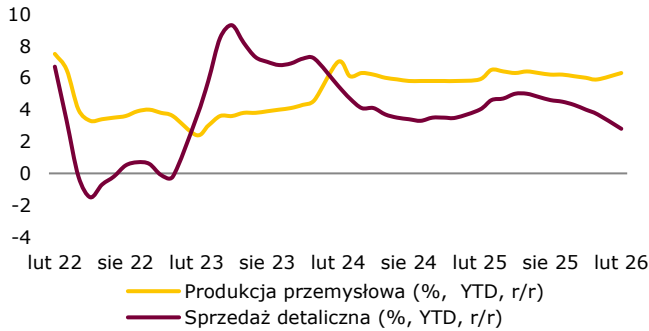
Surowce

Rynek ropy i gazu pozostawał kluczowym barometrem bieżącego kryzysu. Na początku marca, po blokadzie cieśniny Ormuz przez Iran, ceny ropy gwałtownie wzrosły, a w kolejnych tygodniach zmienność pozostała wyjątkowo wysoka. W połowie marca cena ropy Brent wyniosła około

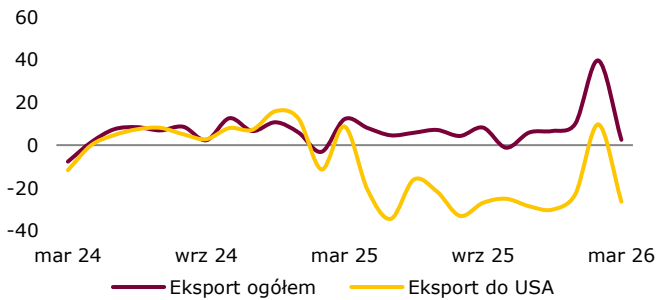
Zmiana notowań bieżących kontraktów surowców względem końca '25 (Średnie tygodniowe)



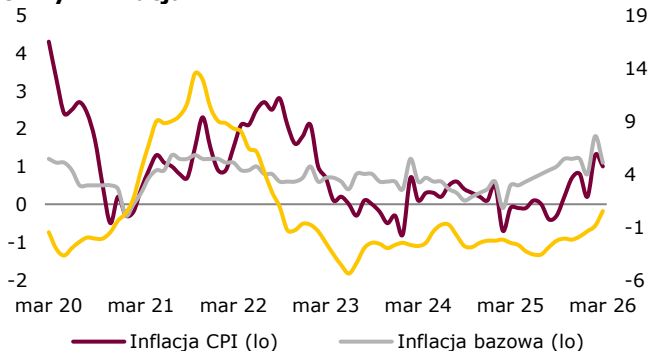
Chiny – Chiny, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna, (% , YTD, r/r)



Chiny - Eksport Chin, Świat vs USA (% , r/r, USD)



Chiny - Inflacja



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dział Analiz Makroekonomicznych, Alior Bank S.A.

100 USD za baryłkę, odzwierciedlając utrzymujące się ryzyka dla infrastruktury energetycznej państw Zatoki Perskiej oraz narastające obawy o globalne dostawy surowców. Rynki coraz mniej wierzyły w szybkie udrożnienie kluczowego szlaku transportowego, a każda eskalacja retoryczna USA-Iran podbijała notowania. Rosło przekonanie, że konflikt może potrwać dłużej niż zapowiadano. W efekcie ceny ropy skierowały się ku tegorocznym maksimum. Pod koniec marca Brent przekroczyła 110 USD, a na początku kwietnia zbliżyła się do 115 USD za baryłkę, co wyznacza okolice najwyższych poziomów od początku wojny. Z końcem pierwszej dekady kwietnia cena ropy nieco się obniżyła wskutek ogłoszenia dwutygodniowego zawieszenia broni i w połowie kwietnia cena wyniosła ok. 97 USD za baryłkę. Z kolei notowania ceny holenderskiego gazu były w połowie kwietnia o ok. 60% wyższe YTD (ok. 45 EUR/MWh).

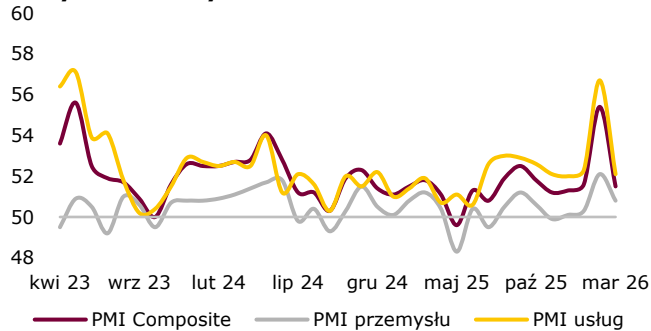
Także ceny żywności nie oparły się wzrostom cen surowców energetycznych. Indeks FAO wzrósł w marcu do 128,5 pkt (2,4% m/m), co wynikało głównie z podwyżek cen olejów roślinnych i cukru, napędzanych wyższymi cenami ropy oraz obawami o przepływy handlowe wobec eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie.

Chiny

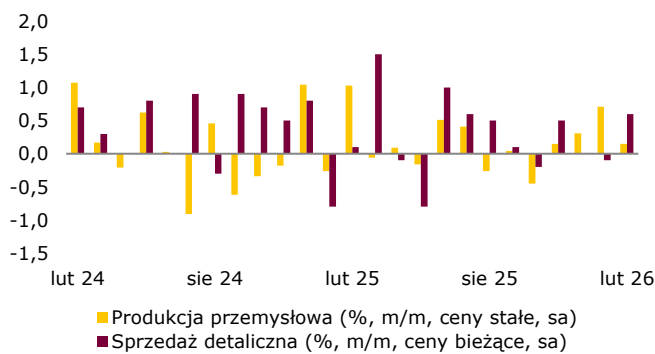
Pod koniec ubiegłego roku i na początku 2026 sygnały z chińskiej gospodarki były wyraźnie mieszane. W grudniu dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 0,9% r/r, a w okresie styczeń-luty'26 wyniosła 2,8% r/r, co pokazuje, że dość mocno osłabił popyt konsumpcyjny. Jeszcze w połowie 2025 notowano wzrosty w okolicach 5% r/r. Sektor przemysłowy prezentował się jednak solidnie. Produkcja przemysłowa w pierwszych dwóch miesiącach 2026 wzrosła o 6,3% r/r, co potwierdza kontynuację stabilnego trendu wzrostowego. Dane o handlu zagranicznym wskazują na wyraźne ożywienie. Na początku 2026 eksport silnie odbił, w okresie styczeń-luty wzrósł średnio w miesiącu o ok. 20% r/r. Marzec przyniósł rozczarowanie, 2,5% r/r. Niemniej jednak średnio miesięczny wynik w 1Q'26 na poziomie ok. 14% r/r jest jednym z wyższych na przestrzeni ostatnich kilku lat. Inflacja konsumencka w lutym odbiła w górę. Wskaźnik CPI wyniósł 1,3% r/r – odczyt najwyższy od ok. 20% r/r. Marzec podbił wydłużonymi obchodami Nowego Roku Księżycowego. W marcu wskaźnik obniżył się do 1,0% r/r i był niższy od oczekiwań. Wskaźnik PPI odnotował w lutym spadek o 0,9% r/r, co wskazywało na utrzymującej się presji deflacyjnej w przemyśle, przy czym ta powoli słabła. Z kolei w marcu wskaźnik po raz pierwszy od blisko 3,5 roku znalazł się na plusie (0,5% r/r), do czego przyczynił się głównie globalny wzrost cen surowców. W marcu nastroje w chińskiej gospodarce dalej się poprawiały. W usługach aktywność rosła solidnie, choć PMI spadł z lutowego 56,7 do 52,1, wciąż wskazuje to na stabilny wzrost napędzany popytem krajowym. W przemyśle również utrzymała się ekspansja. PMI wyniósł 50,8. Nowe zamówienia i zatrudnienie nadal rosły, a poziom optymizmu pozostał wysoki, mimo rosnących kosztów i wydłużających się czasów dostaw.

W marcu Chiny przyjęły 15-sty plan 5-letni na lata 2026-2030, w którym zapowiadają jednoczesną głęboką przebudowę gospodarki oraz wzmocnienie pozycji konsumenta. Z jednej strony państwo chce unowocześnić strukturę przemysłową, stawiając na rozwój zaawansowanych technologii, modernizację tradycyjnych sektorów oraz zwiększenie samowystarczalności technologicznej. Dokument dodatkowo akcentuje rozwój strategicznych sektorów, takich jak produkcja high-tech, energia odnawialna, usługi cyfrowe czy technologie sztucznej inteligencji (AI). Z drugiej strony plan podkreśla znaczenie

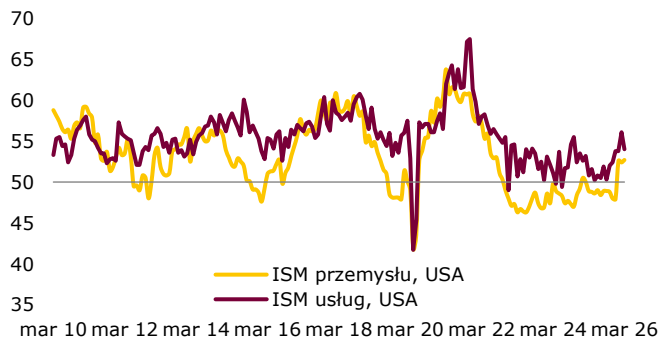
Chiny - PMI Chiny



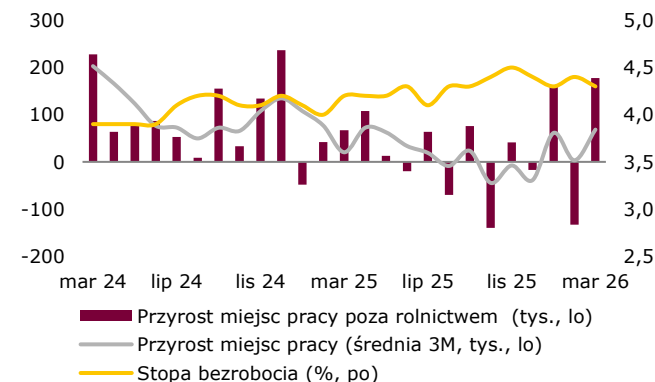
USA – Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



USA – Indeksy koniunktury ISM



USA – Rynek pracy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

rosnącej roli konsumenta w gospodarce, w tym zwiększenie krajowej konsumpcji, poprawę jakości usług publicznych i podniesienie poziomu życia. Celem jest pobudzenie popytu wewnętrznego tak, aby stanowił on stabilne źródło wzrostu gospodarczego, ograniczając wpływ niepewności zewnętrznej.

USA

Amerykańska gospodarka wykazuje oznaki spowolnienia, co potwierdza silna rewizja PKB w 4Q'25, choć przemysł nadal sygnalizuje umiarkowaną ekspansję mimo rosnącej presji kosztowej. Konsumpcja pozostaje względnie stabilna, ale nastroje konsumentów są kruche, a poprawa na rynku pracy ma raczej charakter umiarkowanej stabilizacji. Wzrost inflacji powyżej 3% wynika głównie z drożejącej energii, przy nadal ograniczonej presji bazowej. W tym otoczeniu Fed utrzymuje ostrożne, wyczekujące nastawienie.

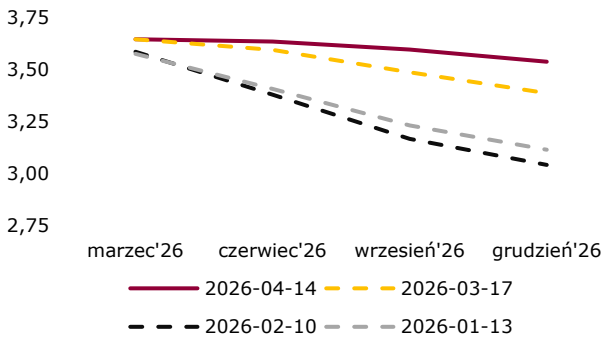
Finalne dane o PKB USA za 4Q'25 potwierdziły wyraźne wyhamowanie wzrostu gospodarczego. Realny PKB został ostatecznie zrewidowany w dół do 0,5% k/k annualizowane, po bardzo silnym 3Q'25 (4,4% k/k), a słabszy wynik wynikał głównie z ograniczenia inwestycji oraz wolniejszego wzrostu konsumpcji prywatnej. Jednocześnie bieżące dane z przemysłu „malują” nieco lepszy obraz aktywności. Produkcja przemysłowa w lutym wzrosła o 0,2% m/m wyr. sez., pozostając na umiarkowanym plusie w ujęciu rocznym, przy relatywnie korzystnej strukturze. Wskaźniki PMI i ISM dla przemysłu w marcu utrzymały się powyżej 50 pkt., co wskazuje na kontynuację ekspansji, choć wyraźnie zaznacza się wpływ szoku kosztowego związanego z wojną na Bliskim Wschodzie.

Sprzedaż detaliczna w USA w lutym wzrosła o 0,6% m/m wyr. sez., odbijając po styczniowym, lekkim spadku i przewyższając oczekiwania rynku. W ujęciu rocznym dynamika utrzymuje się na solidnym poziomie 3,7%, co wskazuje, że konsumpcja prywatna pozostaje odporna na podwyższoną niepewność geopolityczną. Jednocześnie badania nastrojów konsumenckich pozostają mieszane. Indeks Uniwersytetu Michigan obniżył się za sprawą pogorszenia oczekiwań, podczas gdy indeks Conference Board zanotował wzrost, wsparty lepszą oceną bieżącej sytuacji. Całościowo konsumenci pozostają ostrożni, a poprawa bieżącego sentymentu ma wciąż kruchy charakter.

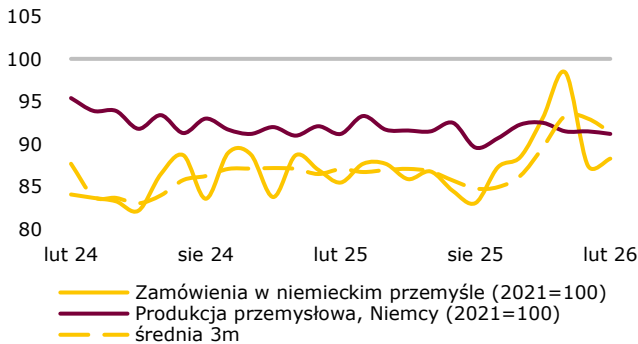
Marcowe dane z amerykańskiego rynku pracy przyniosły wyraźne odbicie po bardzo słabym lutym. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 178 tys., a stopa bezrobocia obniżyła się do 4,3%. Odczyty te istotnie przewyższyły oczekiwania rynku, choć szczegóły raportu studzą nadmierny optymizm. Spadek bezrobocia był częściowo pochodną niższej aktywności zawodowej, a dynamika płac pozostaje umiarkowana. Dane ADP wskazują na relatywnie stabilną sytuację, przy stopniowej, a nie dynamicznej poprawie tempa tworzenia miejsc pracy.

Marcowy odczyt inflacji CPI w USA przyniósł wzrost wskaźnika do 3,3% r/r, co było najwyższym poziomem od blisko 2 lat. Wzrost inflacji był jednak w dużej mierze efektem gwałtownego wzrostu cen energii, w szczególności paliw, reagujących na eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie. Inflacja bazowa wzrosła umiarkowanie do 2,6% r/r i znalazła się nieco poniżej oczekiwań rynku. Dane o inflacji producenckiej (PPI) potwierdzają utrzymującą się presję kosztową po stronie producentów, jednak na obecnym etapie nie widać jeszcze szerokiego i trwałego przełożenia na ceny konsumenckie poza komponentem energetycznym. W

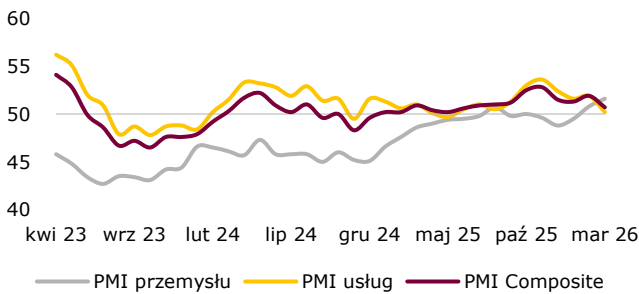
USA - Wycena stopy Fed (% , środek przedziału) w czasie



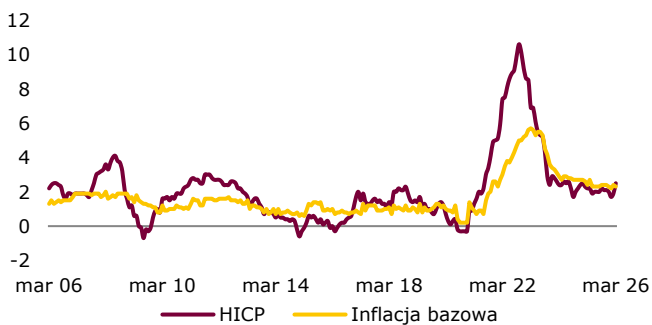
Niemcy - Produkcja i nowe zamówienia w przemyśle



Strefa euro – PMI w strefie euro



Strefa euro – Inflacja konsumencka (% , r/r)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

kolejnych miesiącach kluczowe będzie, na ile szok naftowy okaże się przejściowy.

Fed pozostaje ostrożny w kształtowaniu polityki pieniężnej w obliczu jednoczesnego spowolnienia aktywności gospodarczej i podwyższonej inflacji. Na ostatnim posiedzeniu stopy procentowe utrzymano w przedziale 3,50–3,75%, podkreślając niepewność związaną z rozwojem sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz jej potencjalnym wpływem na inflację i oczekiwania inflacyjne. Choć w komunikacji pojawiły się odniesienia do ryzyka w górę dla ścieżki cen, scenariusz podwyżek stóp nie jest traktowany jako bazowy. W aktualnych projekcjach Fed podtrzymał oczekiwania pojedynczych obniżek stóp w 2026 i 2027, a najbliższe decyzje pozostaną silnie uzależnione od napływających danych, zwłaszcza z rynku pracy i inflacji.

Europa

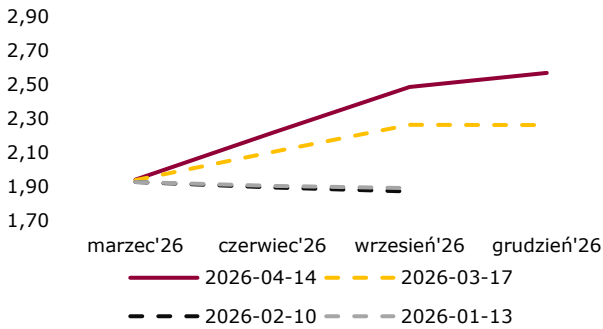
Obraz gospodarczy strefy euro pogarsza się pod wpływem szoku energetycznego i niepewności geopolitycznej. Sygnały z niemieckiego przemysłu i badań koniunktury wskazują na kruche ożywienie, podczas gdy konsumpcja wyhamowuje, a nastroje gospodarstw domowych wyraźnie się pogarszają. Jednocześnie inflacja ponownie przyspieszyła głównie za sprawą cen energii, co zwiększa ryzyka inflacyjne i w zasadzie likwiduje przestrzeń EBC do łagodzenia polityki pieniężnej.

Dane z niemieckiego przemysłu pozostają mieszane i poddają w wątpliwość trwałość ożywienia obserwowanego na przełomie roku. Po bardzo głębokim spadku zamówień w styczniu, luty przyniósł umiarkowane odbicie (+0,9% m/m), choć po wyłączeniu dużych kontraktów dynamika była wyraźnie lepsza. Jednocześnie produkcja przemysłowa w Niemczech spadła (-0,3% m/m), wyraźnie rozczarowując względem oczekiwań wzrostu. Wskaźniki koniunktury dla niemieckiej gospodarki sygnalizują rosnącą niepewność. Indeksy ZEW i Ifo w marcu zanotowały silne pogorszenie oczekiwań, co związane jest przede wszystkim z eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie i wzrostem cen energii. Z perspektywy całej strefy euro PMI dla przemysłu pozostaje powyżej 50 pkt., jednak wydłużające się czasy dostaw i silna presja kosztowa sugerują, że bieżące ożywienie może być trudne do utrzymania przy dłuższej trwających zaburzeniach podaźowych.

Sprzedaż detaliczna w strefie euro w lutym utrzymała dodatnią dynamikę roczną, choć w ujęciu miesięcznym odnotowano spadek, co wskazuje na krótkoterminowe wyhamowanie popytu konsumpcyjnego. Struktura danych pozostaje relatywnie stabilna, jednak wyraźne różnice między krajami są coraz bardziej widoczne. Konsument niemiecki pozostaje wyraźnie ostrożniejszy niż średnia dla strefy euro. Jednocześnie marcowe badania konsumenckie dla strefy euro wskazują na silne pogorszenie sentymentu gospodarstw domowych, co odzwierciedla rosnącą niepewność związaną z wojną na Bliskim Wschodzie i jej wpływem na ceny energii oraz perspektywę inflacji.

Inflacja HICP w strefie euro wyraźnie przyspieszyła w marcu (2,5% r/r) i przekroczyła cel EBC, głównie za sprawą silnego wzrostu cen energii po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie. W Niemczech wskaźnik CPI mocno wzrósł, do 2,7% r/r, niemal wyłącznie za sprawą drożejących paliw, podczas gdy inflacja bazowa pozostała stabilna. Lutowe dane o PPI dla strefy euro nadal sygnalizowały brak presji kosztowej po stronie producentów, jednak marcowy skok cen surowców energetycznych zwiększa ryzyko odbudowy tej presji w kolejnych miesiącach, co odzwierciedlają wskaźniki

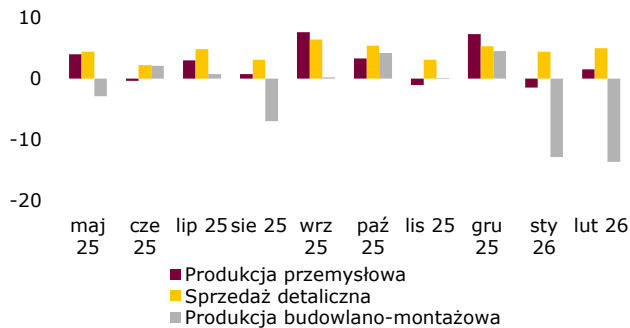
Strefa euro – Wycena stopy depozytowej EBC (%) w czasie



koniunktury. W rezultacie ryzyko inflacyjne przesuwają się wyraźnie w górę, a trwałość tego impulsu będzie w dużej mierze zależna od długości i intensywności obecnych zaburzeń geopolitycznych.

EBC na ostatnim posiedzeniu pozostawił stopy procentowe bez zmian, jednocześnie wyraźnie zaostrzając komunikację dotyczącą perspektyw inflacji. Nowe projekcje makroekonomiczne wskazują na wyższą ścieżkę inflacji i niższy wzrost PKB, co odzwierciedla wpływ drogiej energii na gospodarkę. Bank centralny podkreśla, że wzrost inflacji może mieć charakter przejściowy, ale rośnie ryzyko efektów drugiej rundy. W tym otoczeniu polityka pieniężna pozostaje oparta na napływających danych, jednak rynkowe oczekiwania coraz silnie przesuwają się w kierunku scenariusza podwyżek stóp procentowych, jeśli presja inflacyjna okaże się trwalsza.

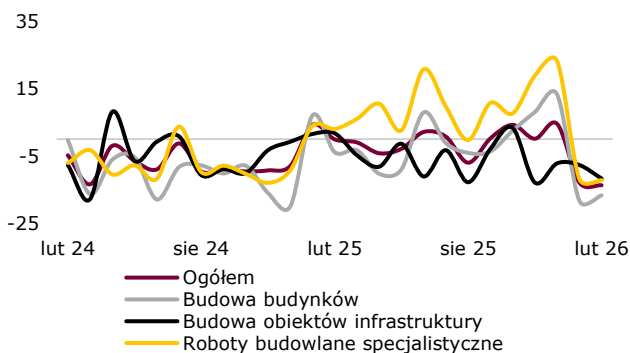
Polska – Główne miesięczne dane gospodarcze (% r/r)



Polska

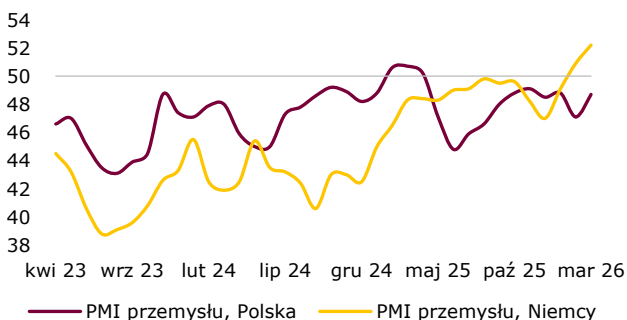
Początek 2026 przyniósł osłabienie krajowej aktywności gospodarczej, szczególnie w budownictwie, przy jednoczesnych pierwszych sygnałach stabilizacji w przemyśle i nadal dodatniej, choć hamującej, konsumpcji. Nastroje firm i konsumentów pogorszyły się w reakcji na szok energetyczny i eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie, co podbiło inflację, zwiększyło presję kosztową i skłoniło RPP do wstrzemięźliwości w dalszym luzowaniu polityki pieniężnej. W efekcie obniżone zostały prognozy wzrostu PKB na 2026 r., a podwyższone oczekiwania inflacyjne, przy utrzymującej się wysokiej niepewności co do skali i trwałości ożywienia wzrostu PKB.

Polska - Produkcja budowlano-montażowa (ceny stałe, %, r/r)



W styczniu i lutym obserwowaliśmy wyraźne osłabienie krajowego budownictwa, a na dalszym planie do pewnego stopnia przemysłu, w dużej mierze uwarunkowaną niesprzyjającymi warunkami pogodowymi. Styczeń był szczególnie słaby, natomiast luty przyniósł jedynie częściową poprawę w przemyśle, przy jednoczesnym dalszym pogorszeniu wyników budownictwa. Produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w lutym o 13,7% r/r wobec -12,9% r/r w styczniu, co nadal można tłumaczyć mrozną aurą oraz sezonowo niską aktywnością w pierwszych miesiącach roku. Choć sezonowość łagodzi wymowę danych, skala spadków z początku roku oznacza, że ich pełne odrobienie w kolejnych miesiącach może być trudne. W przypadku produkcji przemysłowej widoczne są natomiast pierwsze sygnały wychodzenia ze styczniowego dołka. Zakładamy, że obserwowana słabość ma w dużej mierze charakter przejściowy, a w kolejnych miesiącach powrót ożywienia będzie wspierany przez popyt konsumpcyjny i inwestycyjny oraz stopniową poprawę otoczenia zewnętrznego. Niemniej perspektywa szoku energetycznego związanego z wojną na Bliskim Wschodzie temperuje dotychczasowy optymizm co do skali ożywienia w 2026.

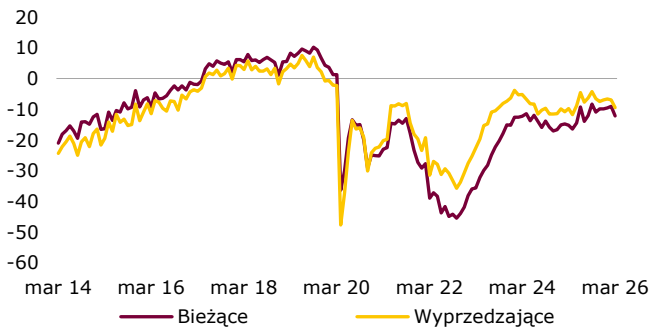
Polska vs Niemcy - PMI przemysłu



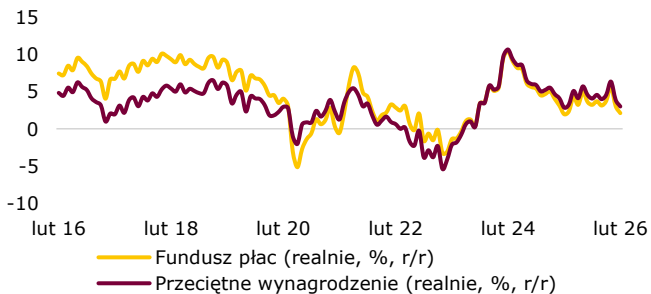
Marcowy odczyt PMI dla przemysłu wzrósł do 48,7 z 47,1 pkt miesiąc wcześniej, co wskazuje na stopniową poprawę nastrojów mimo niekorzystnego otoczenia geopolitycznego. Firmy zwiększały produkcję, jednak tempo wzrostu pozostawało ograniczone ze względu na spadek napływu nowych zamówień, w szczególności eksportowych. Dane GUS o nowych zamówieniach w przemyśle potwierdzają ten obraz. Jednocześnie badania ankietowe wskazują na narastanie presji kosztowej, wynikającej głównie z drożących surowców energetycznych. Mimo tego producenci pozostają umiarkowanie optymistyczni co do perspektyw na kolejne 12 miesięcy, choć poziom optymizmu obniżył się i coraz wyraźniej widać wpływ przedłużającego się konfliktu na Bliskim Wschodzie na ocenę przyszłej koniunktury.

Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

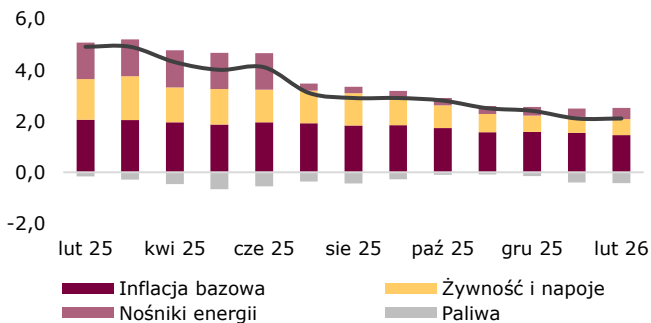
Polska - Nastroje konsumentów wg GUS



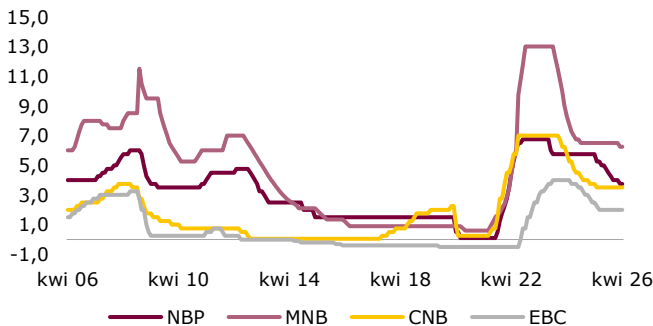
Polska - Rynek pracy (sektor przedsiębiorstw)



Polska - Inflacja CPI (% r/r) i jej kompozycja (p.p)



Polska - Stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %)



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

Lutowe dane o sprzedaży detalicznej były na pierwszy rzut oka solidne. W cenach stałych sprzedaż wzrosła o 5% r/r. Po oczyszczeniu z sezonowości odnotowano jednak spadek o 1,1% m/m, co może sygnalizować początek hamowania silnego ożywienia konsumpcji obserwowanego przez większość 2025 i na początku 2026. Struktura danych potwierdza to zróżnicowanie. Sprzedaż paliw oraz dóbr trwałego użytku (meble, RTV/AGD) pozostaje mocna, natomiast po długim okresie dynamicznych wzrostów wyraźnie osłabiła się sprzedaż motoryzacyjna oraz odzieżowa. Jednocześnie marcowe badania nastrojów konsumenckich wskazują na wyraźne pogorszenie zarówno ocen bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań na przyszłość. Konsumentów bardziej pesymistycznie oceniają perspektywy gospodarki i własnej sytuacji finansowej, co najprawdopodobniej jest związane z eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz obawami o ceny energii i paliw. W takim otoczeniu konsumpcja powinna nadal rosnąć, ale jej dynamika w kolejnych miesiącach prawdopodobnie będzie niższa.

Po wyraźnym spowolnieniu dynamiki płac w styczniu, luty przyniósł umiarkowane odbicie wynagrodzeń, głównie za sprawą powrotu wypłat premii oraz podwyżek. Roczne tempo wzrostu płac utrzymało się na poziomie 6,1% r/r i było niższe od oczekiwań rynku, co potwierdza brak wyraźnej presji płacowej. Jednocześnie realna dynamika funduszu płac nieco się obniżyła. Stopa bezrobocia wzrosła w lutym do 6,1%, zgodnie z sezonowym wzorcem, jednak przyrost liczby bezrobotnych był relatywnie wysoki na tle poprzednich lat. Choć część tego efektu można tłumaczyć czynnikami administracyjnymi (ograniczenie środków na aktywizację bezrobotnych), oceniamy, że na rynku pracy widoczne jest stopniowe luzowanie bardzo napiętej dotąd sytuacji-podażowej. Dodatkowo rosnące koszty firm wynikające z szoku energetycznego oraz słabsze perspektywy popytu mogą w kolejnych miesiącach ograniczać, i tak przytłumiony obecnie, apetyt przedsiębiorstw na nowe zatrudnienie.

Po okresie stabilizacji inflacji CPI w pobliżu celu NBP, marzec przyniósł wyraźny wzrost wskaźnika do 3,0% r/r, wynikający niemal w całości z gwałtownego wzrostu cen paliw (+15,4% r/r). Jednocześnie inflacja bazowa w pierwszych miesiącach roku kontynuowała trend spadkowy, potwierdzając, że presja popytowa w gospodarce pozostawała ograniczona. Wprowadzone przez rząd działania osłonowe, obniżki podatków i ceny maksymalne na paliwa, powinny w krótkim terminie ograniczyć wzrost inflacji i zmniejszyć ryzyko wyjścia CPI powyżej górnego pasma celu NBP (3,5% r/r), choć ich długoterminowy wpływ na inflację i finanse publiczne pozostaje niepewny. W takim otoczeniu RPP na kwietniowym posiedzeniu pozostawiła stopy procentowe bez zmian, przyjmując strategię „wait and see”. Wypowiedzi członków RPP sugerują, że marcowa obniżka mogła być ostatnią w tym roku, a dalsze decyzje będą w dużej mierze uzależnione od rozwoju sytuacji na rynku surowców energetycznych i przebiegu konfliktu na Bliskim Wschodzie. W krótkim okresie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp procentowych.

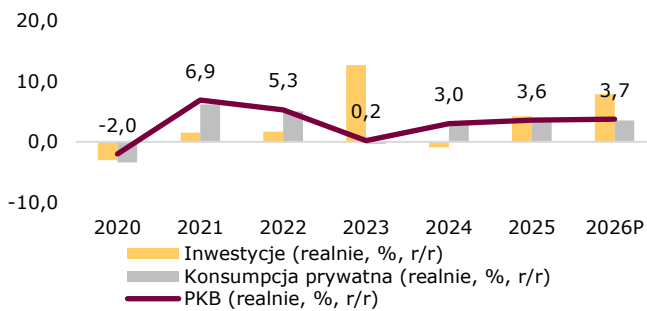
Rewidujemy nasze prognozy makroekonomiczne w reakcji na szok energetyczny związany z wojną na Bliskim Wschodzie. Mimo solidnego wzrostu PKB w 4Q'25 (4,0% r/r) i silniejszej od oczekiwań konsumpcji prywatnej, struktura wzrostu okazała się mniej korzystna. Inwestycje rozczarowały, a ich ożywienie w 2026 będzie wolniejsze, mimo wsparcia ze środków KPO. W konsekwencji obniżamy prognozę wzrostu PKB w 2026 z 3,8% do 3,7%, przy narastających ryzykach w dół wynikających z podwyższonych kosztów energii,

Makrowizjer

Dział Analiz Makroekonomicznych
kwiecień 2026



Polska - PKB i główne składowe – prognoza DAM Alior



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

słabszych nastrojów i możliwego przyhamowania popytu. Jednocześnie podwyższamy prognozę średniorocznej inflacji CPI do 3,0% r/r (z 2,6% r/r). W takim otoczeniu RPP prawdopodobnie pozostanie w trybie „wait-and-see”, a przestrzeń do kolejnej obniżki stóp (o 25 p.b.) widzimy dopiero pod koniec 2026, przy wyraźnie asymetrycznych ryzykach ścieżki stóp i silnej zależności od przebiegu konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz sytuacji na rynku energii.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 20.03.2026

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26P	2q26P	2025	2026P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	3,2	3,3	3,8	4,0	3,6	3,7	3,6	3,7
Inwestycje (realnie, %, r/r)	6,4	-0,7	7,1	4,7	2,8	7,7	4,2	7,9
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	2,6	4,5	3,5	4,2	4,1	3,5	3,7	3,5
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (% , r/r)	4,9	4,1	2,9	2,4	3,3	3,5	2,4	2,9
Inflacja CPI - średnio (% , r/r)	4,9	4,1	3,0	2,5	2,5	3,4	3,6	3,0
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% , r/r)	10,0	8,8	7,5	8,5	6,9	6,9	8,7	6,5
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,4	5,1	5,6	5,7	6,0	5,6	5,7	5,8
Bezrobocie - średnio (%)	5,4	5,1	5,5	5,6	6,1	5,7	5,4	5,8
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% , r/r)	-0,8	0,0	0,5	0,6	0,7	0,2	0,1	0,0
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	4,00	3,50
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,73	5,52	5,47	5,17	5,58	5,46	5,17	5,18

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	mar 25	sty 26	lut 26	mar 26	kwi 26
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	4,00	4,00	3,75	3,75
<i>konsensus Parkiet</i>					3,75
Produkcja przemysłowa (% , r/r, ceny stałe)	2,4	-1,5	1,5	5,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,1	
Produkcja budowlano-montażowa (% , r/r, ceny stałe)	-1,0	-12,9	-13,7	3,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				-1,8	
Sprzedaż detaliczna (% , r/r, ceny stałe)	-0,3	4,4	5,0	5,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,2	
Inflacja konsumencka (% , r/r)	4,9	2,1	2,1	3,2	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,3	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(% , r/r)	3,6	2,7	2,5	2,5	
<i>konsensus Parkiet</i>				2,6	
Stopa bezrobocia (%)	5,4	6,0	6,1	6,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,0	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,8	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)	7,7	6,1	6,1	6,6	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,3	
Eksport towarów (% , r/r, EUR)	4,9	-2,8	2,0		
<i>konsensus Parkiet</i>			1,0		
Import towarów (% , r/r, EUR)	11,5	-6,9	1,3		
<i>konsensus Parkiet</i>			-0,7		

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

Paweł Bojar

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
pawel.bojar@alior.pl

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
jakub.szczepaniec@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.

Podjętując 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**

GOSPODARKA W CIENIU GEOPOLITYKI

**MAKROWIZJER
KWIECIEŃ 2026**