



**ALIOR
BANK**




Dział Analiz
Makroekonomicznych

NA WSTRZYMANYM ODDECHU

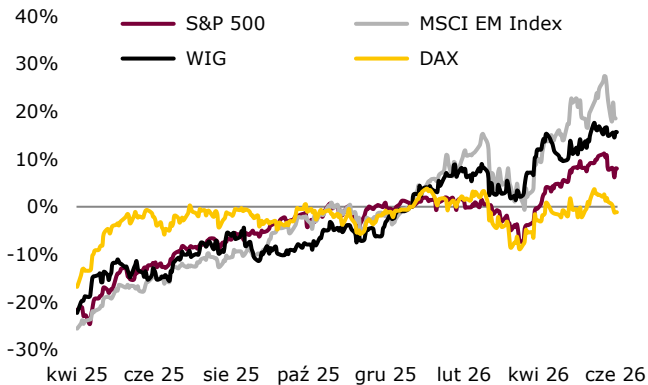
RECESSION
NEGATIVE
GROWTH

INFLATION

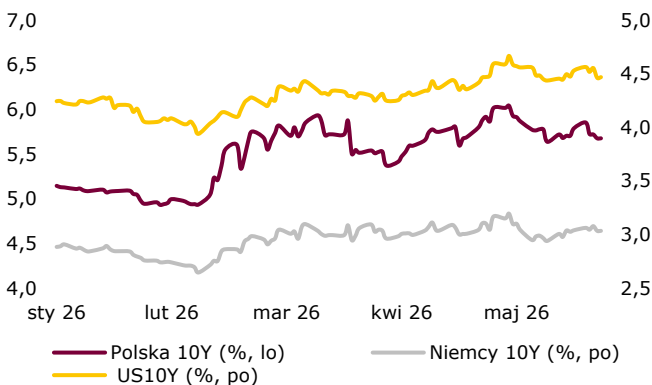
MAKROWIZJER
CZERWIEC 2026

-  Geopolityka nadal rządzi zmiennością
-  Inflacja pod presją energii
-  Restrykcyjne banki centralne, a EBC z pierwszą podwyżką

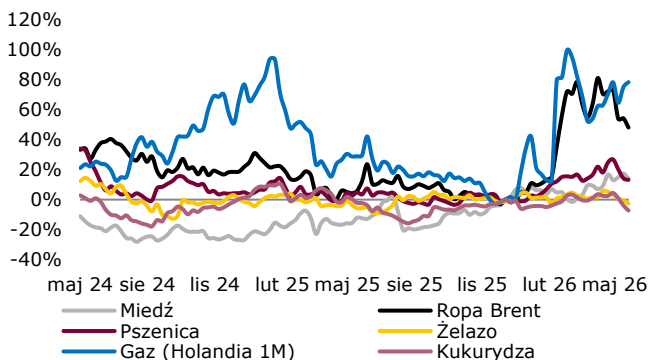
Rynek akcji (zmiana względem 31.12.2025)



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

Na rynkach akcji utrzymują się wzrosty, choć w warunkach podwyższonej niepewności geopolitycznej. W maju inwestorzy coraz silniej dyskontowali scenariusz deeskalacji konfliktu USA-Iran, co wspierało sentyment mimo zmiennych sygnałów z negocjacji. Napływające informacje wskazywały na postęp rozmów (m.in. propozycja czasowego zawieszenia broni i udrażniania Cieśniny Ormuz), ale przy jednoczesnej gotowości do eskalacji. Pod koniec maja USA i Iran były blisko porozumienia (zawieszenie broni i deeskalacja), ale na początku czerwca rozmowy utknęły, napięcia wzrosły, pojawiły się incydenty militarne, a rynek zaczął ponownie wyceniać ryzyko eskalacji. Taki mikś utrzymuje wysoką zmienność, szczególnie na rynku energii. Z kolei fundamentalnie rynki akcji pozostają wspierane przez bardzo dobre wyniki spółek, szczególnie w sektorze technologicznym. To właśnie ten czynnik pozwala rynkom akcji utrzymywać wzrostowy trend mimo napięć geopolitycznych. Amerykańska giełda radzi sobie całkiem dobrze - S&P500 wzrósł o 8% YTD, podczas gdy niemiecki DAX skurczył się ok. 1,0% YTD na koniec pierwszej dekady czerwca. Na tym tle bardzo dobrze radzi sobie nasz WIG20 (15,7% YTD), który wypada niewiele gorzej wobec faworyta MSCI EM (18,7% YTD).

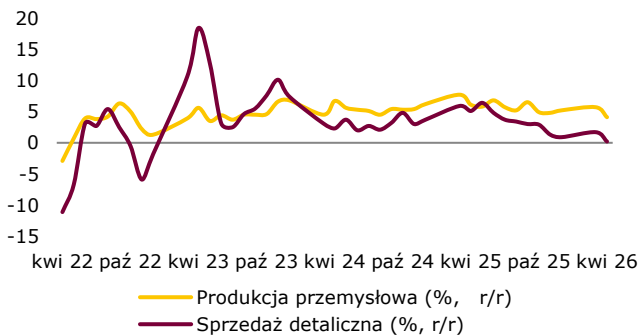
Rynek długu pozostaje natomiast znacznie bardziej wrażliwy na ryzyka inflacyjne i zmiany oczekiwań dotyczących polityki monetarnej. Rentowności obligacji reagują na każdą zmianę oczekiwań co do cen energii i trwałości szoku podażowego. W ujęciu miesięcznym, po wcześniejszym wzroście rentowności, poprawa sentymentu związana z możliwą deeskalacją konfliktu przełożyła się w maju i pierwszej dekadzie czerwca na ich częściowe obniżenie, jednak zmienność pozostała podwyższona. W efekcie widoczna jest rozbieżność - akcje dyskontują względnie krótkotrwały szok, podczas gdy obligacje uwzględniają ryzyko dłużej utrzymującej się inflacji. Na koniec pierwszej dekady czerwca rentowności polskich 10-latek wyniosły ok. 5,70%, niemieckich Bundów ok. 3,10%, a amerykańskich Treasuries ok. 4,55%.

Surowce

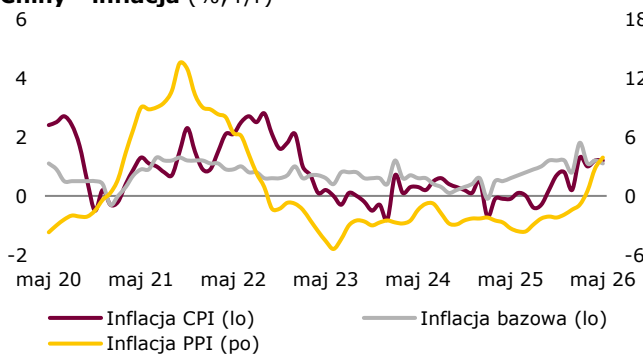
W maju rynek ropy pozostawał bardzo zmienny, ale finalnie dominował kierunek spadkowy. Po utrzymywaniu się cen powyżej 110 USD/bbl w pierwszej części miesiąca, notowania wyraźnie spadły (poniżej 100 USD), co było związane głównie z rosnącymi oczekiwaniami na deeskalację konfliktu USA-Iran i możliwe odblokowanie Cieśniny Ormuz. Mimo tego spadku poziom cen ropy pozostał podwyższony. Dodatkowo w kontekście cen ropy wpływ wystąpienia w maju ZEA z OPEC+ pozostaje ograniczony w krótkim okresie. Wzrost produkcji ma mieć charakter stopniowy, a dodatkowo jego materializację ograniczają obecnie czynniki logistyczne i sytuacja w Cieśninie Ormuz. Sytuacja może istotnie się zmienić dopiero w scenariuszu normalizacji sytuacji w regionie Zatoki Perskiej, kiedy większa podaź faktycznie zacznie trafiać na rynek.

Na rynku gazu presja cenowa była relatywnie słabsza. Początek maja przyniósł spadki cen m/m w wyniku wysokich

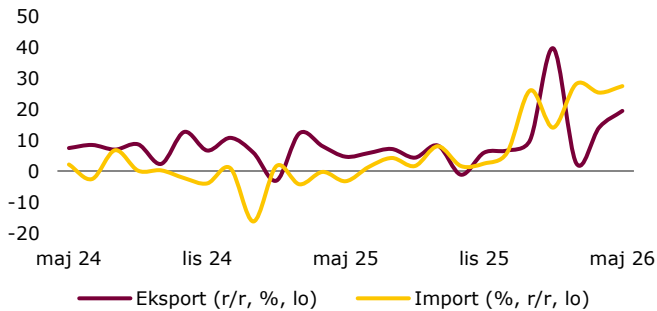
Chiny – dane miesięczne (% , YTD, r/r)



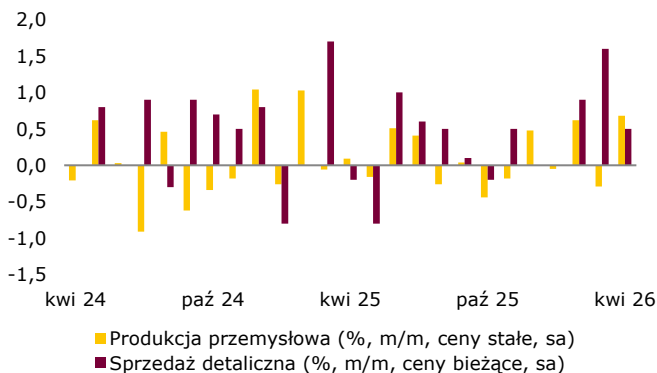
Chiny - inflacja (% , r/r)



Chiny - handel zagraniczny towarami (USD)



USA – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

zapasów i sezonowo niższego popytu, natomiast w drugiej części miesiąca oraz w pierwszej dekadzie czerwca doszło do lekkiego odbicia m/m przy utrzymywaniu się globalnych ryzyk podażowych związanych z napięciami geopolitycznymi i ograniczeniami przepływów LNG.

Indeks FAO obniżył się w maju (-0,2% m/m), przerywając wcześniejsze wzrosty, ale nadal rośnie w ujęciu rocznym (2,9% r/r). W strukturze indeksu widoczne są wyraźne rozbieżności: wzrosty cen zbóż, wspierane m.in. przez wyższe koszty energii i nawozów, oraz cukru zostały zrównoważone przez spadki cen olejów roślinnych i produktów mlecznych, podczas gdy ceny mięsa pozostały dość stabilne.

Chiny

Popyt wewnętrzny w chińskiej gospodarce pozostaje głównym ograniczeniem wzrostu. Przy relatywnie stabilnej produkcji przemysłowej (5,6% r/r w okresie styczeń-kwiecień'26) wyraźnie słabszy jest komponent konsumpcyjny. Sprzedaż detaliczna rośnie jedynie umiarkowanie (1,9% r/r w okresie styczeń-kwiecień'26), a najnowsze dane wskazują na jej wyraźne przyhamowanie (0,2% r/r w kwietniu), co sugeruje niską skłonność gospodarstw domowych do wydatków mimo stabilnego rynku pracy. W przemyśle widoczna jest stopniowa normalizacja. PMI utrzymuje się powyżej poziomu 50, ale spadł w maju (do 51,8), sygnalizując wolniejsze tempo ekspansji. Wzrost pozostaje wspierany głównie przez popyt krajowy i nowe zamówienia, przy jednoczesnym lekkim spadku zamówień eksportowych. Produkcja rośnie solidnie, choć zatrudnienie jest pod presją, a firmy zwiększają zapasy w odpowiedzi na zakłócenia dostaw. Perspektywy przemysłu pozostają optymistyczne, choć momentum słabnie.

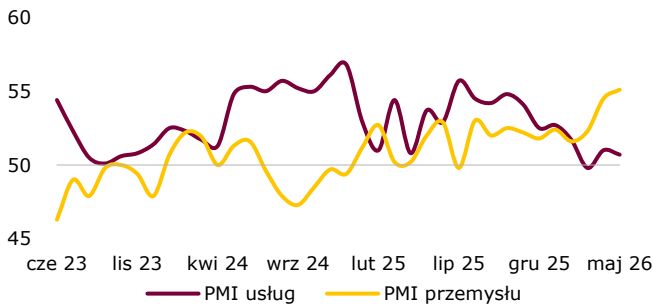
Dane inflacyjne wskazują na odchodzenie od środowiska deflacyjnego, ale przy nadal ograniczonej presji popytowej. Inflacja CPI wzrosła do 1,2% r/r w kwietniu i ustabilizowała się na tym poziomie w maju, co pozostaje relatywnie niskim odczytem i wskazuje na słabość popytu wewnętrznego. Jednocześnie inflacja producenta wyraźnie przyspiesza. PPI osiągnął 3,9% r/r w maju, najwyższy od kilku lat, co odzwierciedla rosnące koszty surowców i energii.

W warunkach słabego popytu krajowego istotnym filarem wzrostu pozostaje sektor zewnętrzny. Majowe dane pokazują bardzo silną dynamikę handlu zagranicznego. Eksport wzrósł o 19,4% r/r, a import o 27,4% r/r, przy utrzymaniu wysokiej nadwyżki handlowej (ponad 100 mld USD). Kluczową rolę odgrywa boom w sektorach wysokich technologii. Oznacza to, że popyt zagraniczny, szczególnie związany z inwestycjami w technologie, w dużej mierze kompensuje słabość popytu wewnętrznego i stabilizuje wzrost gospodarczy Chin w krótkim okresie.

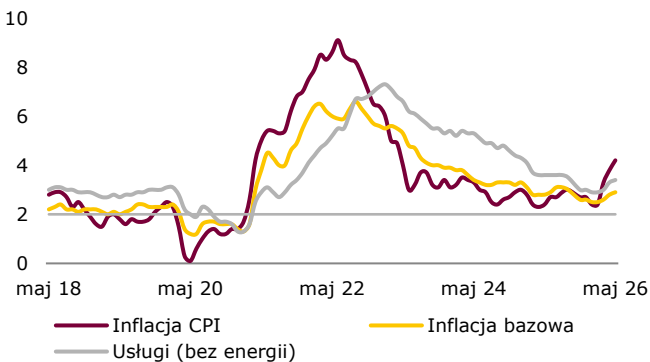
USA

Amerykańska gospodarka pozostaje relatywnie mocna, ale coraz wyraźniej widać oznaki schłodzenia i narastających nierównowag. Przemysł notuje poprawę aktywności i bardzo dobre wskaźniki koniunktury, choć dane o zamówieniach sugerują osłabianie impulsu inwestycyjnego. Konsumpcja pozostaje solidna, ale traci impet przy pogarszających się nastrojach i relatywnie stabilnym rynku pracy. Jednocześnie inflacja wyraźnie przyspieszyła pod wpływem szoku energetycznego, a rosnąca presja kosztowa zwiększa ryzyko jej dalszego rozlewania się. W efekcie Fed najprawdopodobniej utrzyma restrykcyjne nastawienie, przy rosnącym ryzyku scenariusza podwyżek stóp.

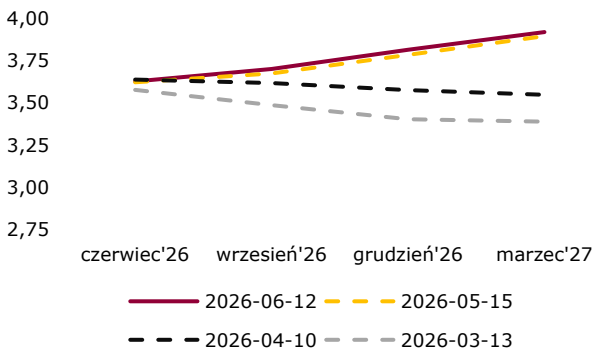
USA – indeksy PMI (S&P Global)



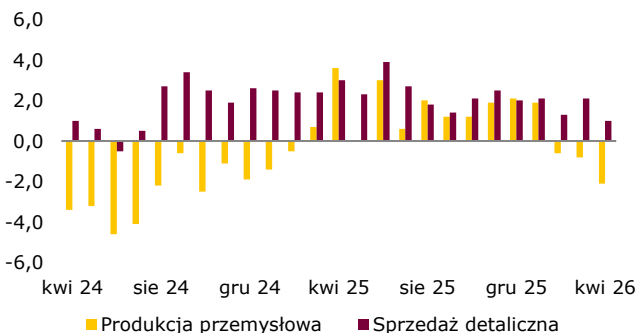
USA – inflacja CPI (% r/r)



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



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



Kwietniowe dane wskazują na poprawę krótkoterminowej aktywności w przemyśle USA po słabszym marcu, przy wzroście produkcji o 0,7% m/m, wspieranym przez sektor dóbr trwałych. Jednocześnie obraz pozostaje mieszany, gdyż firmy funkcjonują w warunkach podwyższonej niepewności i rosnących kosztów, co ogranicza tempo odbicia. Dane o zamówieniach na dobra trwałe sugerują z kolei korektę wcześniejszego silnego impulsu inwestycyjnego - w danych po wyłączeniu środków transportu oraz w kategorii dóbr kapitałowych widoczne jest osłabienie. Jednocześnie już majowe wskaźniki koniunktury pokazują utrzymanie ożywienia, a nawet jego przyspieszenie. Zarówno PMI, jak i ISM wzrosły w maju odpowiednio do 55,1 oraz 54, do poziomów najwyższych od ok. 4 lat.

Aktywność konsumencka w USA pozostaje solidna, ale wyraźnie straciła impet po bardzo mocnym marcu. W kwietniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,5% m/m wyr. sez., co oznacza normalizację dynamiki wydatków, przy nadal silnym wzroście w ujęciu rocznym (4,9% r/r). Struktura danych wskazuje jednak na rosnące różnicowanie. Wzrost napędzają głównie wydatki na paliwa, podczas gdy sprzedaż dóbr trwałych osłabia się. Jednocześnie nastroje konsumenckie (bieżące i przyszłe) wyraźnie się pogarszają. Indeks Uniwersytetu Michigan obniżył się w maju, osiągając bardzo niski poziom, głównie w związku z obawami o koszty życia i inflację. Na tle słabszych nastrojów pozytywnie wyróżnia się rynek pracy. Majowe dane wskazują na wyraźną poprawę zatrudnienia i stabilizację bezrobocia, przy jednoczesnym stopniowym wygaszaniu presji płacowej. Per saldo konsument pozostaje aktywny, ale coraz bardziej ostrożny.

Inflacja CPI w USA wyraźnie przyspieszyła w wyniku szoku naftowego i w maju wyniosła 4,2% r/r. Wzrost cen napędzany jest głównie przez komponent energetyczny, który po wybuchu konfliktu geopolitycznego dynamicznie rośnie i przekłada się także na wyższe ceny w wybranych usługach. Inflacja bazowa również przyspiesza (do 2,9% r/r w maju), co sugeruje stopniowe rozszerzanie się presji cenowej. Jednocześnie dane o PPI wskazują na wyraźne nasilenie presji kosztowej po stronie producentów (6,5% r/r w maju). Wzrost cen obejmuje zarówno dobra, jak i usługi, a miary bazowe pozostają podwyższone. Całościowo wskazuje to na rosnące ryzyko dalszego przenoszenia kosztów na ceny konsumenckie.

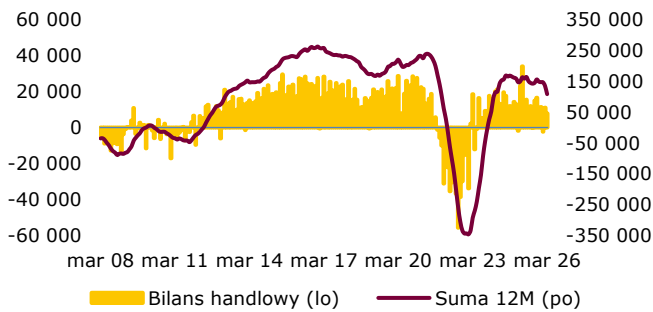
Obecna kombinacja wysokiej inflacji i poprawiającego się rynku pracy ogranicza przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej. Przedłużający się szok naftowy podbija perspektywy inflacyjne, a jednocześnie gospodarka pozostaje wystarczająco odporna, by Fed mógł utrzymać restrykcyjne nastawienie. W efekcie scenariusz obniżek stóp w najbliższym czasie stał się mało prawdopodobny, a rośnie znaczenie scenariuszy zakładających przedłużającą się stabilizację stóp, a nawet ich podwyżki. Wyceny rynkowe dla stóp procentowych Fed wskazują obecnie na jedną podwyżkę stóp Fed o 25 p.b. do końca 2026. Kierunek polityki monetarnej pozostaje silnie uzależniony od dalszego przebiegu szoku energetycznego i jego wpływu na inflację.

Europa

Strefa euro wchodzi w 2026 z wyraźnie słabszym tempem wzrostu i niską dynamiką aktywności, przy osłabieniu popytu konsumenckiego i utrzymującej się słabości przemysłu, dodatkowo obciążonego słabszym eksportem i wysokimi kosztami energii. Wskaźniki koniunktury sugerują przerwanie ożywienia w 2Q'26, podczas gdy inflacja ponownie

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

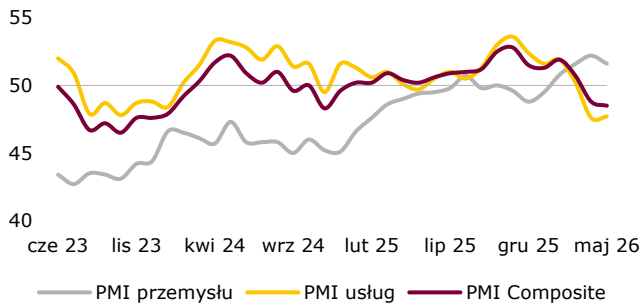
Strefa euro – bilans handlowy (mln EUR)



przyspiesza, wspierana przez energię i rosnącą presję bazową oraz kosztową. W efekcie EBC rozpoczął w czerwcu zacieśnianie polityki pieniężnej i pozostaje w trybie podwyższonej czułości, uzależniając dalsze decyzje od przebiegu szoku energetycznego.

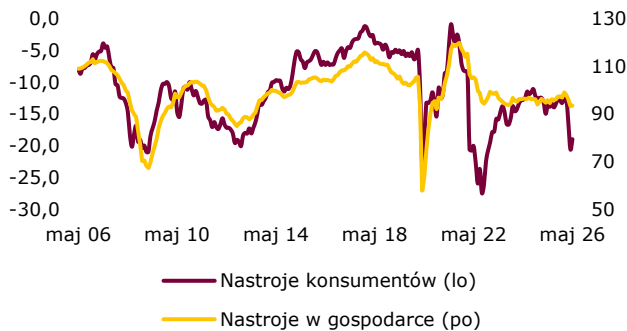
Początek 2026 w strefie euro przyniósł znaczące spowolnienie dynamiki - PKB w 1Q'26 wzrósł o 0,3% r/r, co oznacza wyraźne schłodzenie względem końcówki 2025 i potwierdza obraz gospodarki poruszającej się w fazie niskiej ekspansji. Jednocześnie dane o sprzedaży detalicznej wskazują na słabnący popyt konsumencki. Kwiecień przyniósł osłabienie dynamiki sprzedaży do 1% r/r, jednak skala pogorszenia okazała się mniejsza niż sugerowały wcześniejsze gwałtowne spadki nastrojów, co wskazuje na względną odporność europejskiego konsumenta.

Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



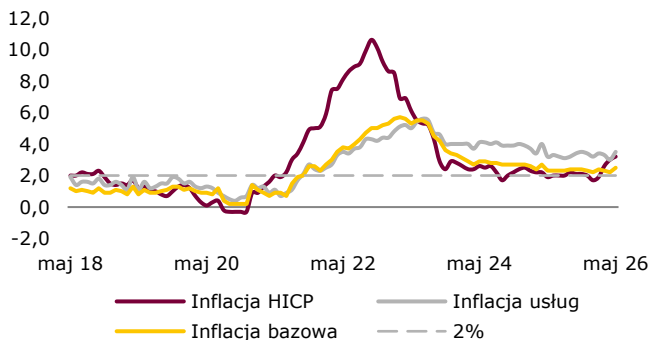
Obraz sektora przemysłowego w strefie euro pozostaje słaby i nierównomierny. Dane za marzec wskazują na jedynie symboliczne odbicie produkcji w ujęciu miesięcznym (0,2% m/m wyr. sez.) przy nadal wyraźnych spadkach w ujęciu rocznym (2,1% r/r), co potwierdza trwające strukturalne osłabienie sektora. Szczególnie widoczna jest słabość produkcji dóbr konsumpcyjnych. W Niemczech sytuacja jest jeszcze bardziej wymagająca. Choć marcowe dane o nowych zamówieniach pozytywnie zaskoczyły i wskazywały na poprawę krótkoterminowego momentum, to nie przełożyło się to na wzrost produkcji, która nadal pozostaje w trendzie spadkowym w ujęciu rocznym (-2,8% r/r). Kwiecień przyniósł pogorszenie napływu zamówień (spadek m/m), co potwierdza, że ożywienie pozostaje kruche i podatne na szoki zewnętrzne. Mimo że w ujęciu od początku roku zamówienia są wyższe niż rok wcześniej, brak reakcji po stronie produkcji wskazuje na bariery podażowe i niepewność ograniczającą aktywność firm.

Strefa euro – indeksy koniunktury wg KE



Wymiana handlowa strefy euro wyraźnie pogorszyła się w otoczeniu słabego przemysłu i wysokich cen energii. Dane za marzec wskazują na istotny spadek nadwyżki handlowej, do 7,8 mld EUR wobec ok. 34 mld EUR rok wcześniej, co było efektem silnego wzrostu wartości importu, przede wszystkim surowców energetycznych, przy jednocześnie słabszej dynamice eksportu. Osłabienie popytu eksportowego przekłada się bezpośrednio na słabość przemysłu, którą widzimy w danych.

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

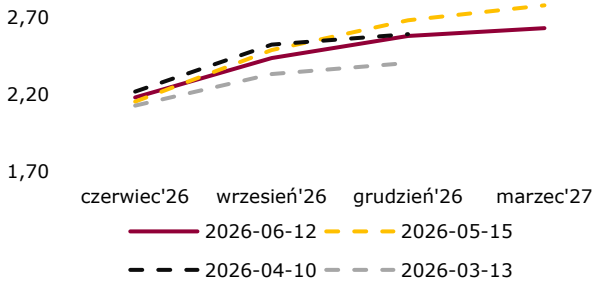


Wskaźniki koniunktury rysują obraz pogorszenia aktywności w reakcji na szok naftowy, choć z pierwszymi oznakami stabilizacji. W marcu i kwietniu indeks ESI wyraźnie spadł, osiągając najniższe poziomy od kilku lat, głównie za sprawą załamania nastrojów konsumenckich. W maju widoczne było już lekkie odbicie, jednak poziom wskaźnika pozostaje niski, a poprawa ma ograniczony charakter. Podobny obraz płynie z indeksów PMI. Szczególnie mocno pogarsza się koniunktura w usługach, gdzie odczyty spadły wyraźnie poniżej poziomu 50, sygnalizując kurczenie się aktywności. Przemysł pozostaje relatywnie bardziej odporny, choć również notuje spadek dynamiki i pierwsze oznaki słabnięcia popytu. Całościowo wskaźniki sugerują, że w 2Q'26 wcześniejsze powolne ożywienie w strefie euro zostało przerwane, a gospodarka weszła w fazę słabszej aktywności.

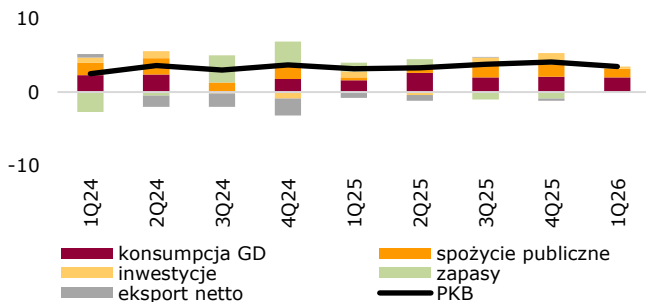
Na tle słabej aktywności gospodarczej inflacja w strefie euro pozostaje podwyższona i przyspiesza. W kwietniu HICP wzrósł do 3% r/r, a w maju do 3,2% r/r, głównie za sprawą cen energii oraz usług. Jednocześnie inflacja bazowa zaczęła rosnąć (do 2,5% r/r), co wskazuje na utrzymującą się presję w bardziej „lepkich” komponentach koszyka. Sygnały z danych miesięcznych sugerują także, że proces dezinflacji, szczególnie w usługach, został częściowo zaburzony.

Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

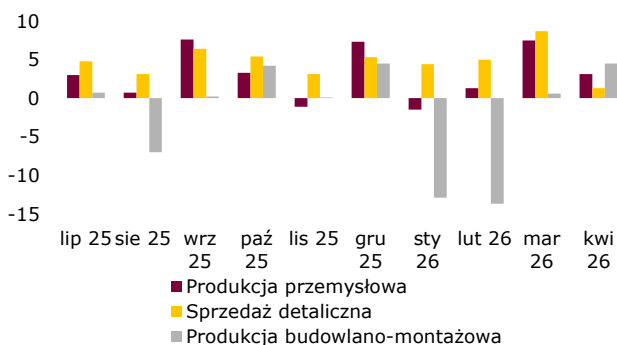
Strefa euro - wycena stopy EBC (% , środek przedziału) w czasie



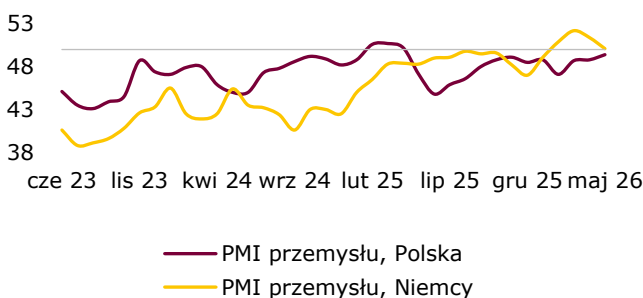
Polska - dynamika PKB (realnie, %, r/r) i jego kompozycja (p.p.)



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



Polska - PMI przemysłu, Polska vs Niemcy



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Dodatkowym źródłem presji inflacyjnej jest wyraźne przyspieszenie inflacji producenckiej. W kwietniu PPI wzrósł do 4,9% r/r, przy dodatniej dynamice m/m, co wskazuje na odbudowę presji kosztowej po stronie firm. Choć w strukturze rocznej dominują ceny energii, rosną także pozostałe komponenty, co sugeruje stopniowe przenoszenie wyższych kosztów na ceny finalne i zwiększa ryzyko utrwalenia inflacji w kolejnych miesiącach.

Polityka pieniężna EBC wyraźnie weszła w czerwcu w fazę ponownego zacieśniania w odpowiedzi na wzrost ryzyk inflacyjnych związanych z przedłużającym się szokiem naftowym. Decyzja o podwyższeniu stóp o 25 p.b. została bezpośrednio uzasadniona rewizją projekcji - ścieżka inflacji została podniesiona, a jej powrót do celu przesunięty na 2027 rok, przy utrzymującej się relatywnie wysokiej inflacji bazowej. Jednocześnie pomimo obniżenia prognoz wzrostu gospodarczego, EBC zakłada jedynie umiarkowane spowolnienie aktywności, co daje przestrzeń do dalszego zacieśniania polityki w razie potrzeby. Bank centralny pozostaje więc w trybie podwyższonej czujności („palec na spuście”), a dalsze decyzje będą w dużej mierze uzależnione od przebiegu szoku energetycznego. Jego przedłużanie się zwiększa prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek, natomiast szybka normalizacja mogłaby ten scenariusz oddalić.

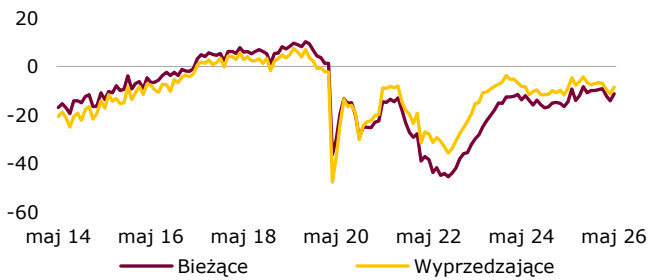
Polska

Polska gospodarka pozostaje w fazie ożywienia, ale jego tempo osłabło, zarówno w ujęciu PKB, jak i danych miesięcznych. Konsumpcja wyraźnie traci impet w reakcji na słabszą dynamikę dochodów i większą ostrożność gospodarstw domowych, a inwestycje przejściowo wyhamowały mimo perspektyw odbicia. Jednocześnie rosnące ryzyka zewnętrzne, w tym szok naftowy i słabszy popyt zagraniczny, zaczynają ciążyć na aktywności i eksporcie. W takim otoczeniu inflacja pozostaje umiarkowanie podwyższona, a RPP najprawdopodobniej utrzyma stopy procentowe bez zmian, przy dużej wrażliwości scenariusza na rozwój sytuacji geopolitycznej.

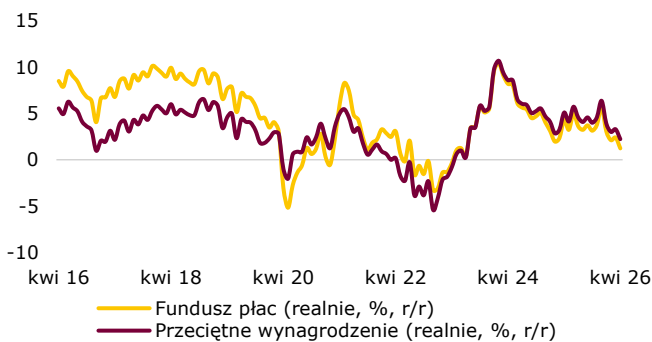
Po bardzo mocnej końcówce 2025 początek roku przyniósł wyraźne, choć umiarkowane wyhamowanie tempa wzrostu. W 1Q'26 polski PKB zwiększył się o 3,5% r/r wobec 4,1% r/r w 4Q'25, co potwierdza, że gospodarka pozostaje w fazie ożywienia, ale jego dynamika osłabła. Struktura wzrostu nadal opierała się na popycie krajowym, przy neutralnym wkładzie eksportu netto. Konsumpcja pozostała głównym motorem aktywności, choć jej dynamika obniżyła się. Natomiast inwestycje wyraźnie przyhamowały względem końca ubiegłego roku, do 2,4% r/r, w dużej mierze za sprawą słabszego początku roku w budownictwie, wynikającego głównie z czynników pogodowych. Całościowo obraz wskazuje na utrzymanie wzrostu, ale przy słabszym impulsie popytowym.

Dane miesięczne wskazują na mieszany obraz aktywności. W budownictwie po bardzo słabym okresie styczeń-luty obserwujemy stopniowe odbicie. Sektor wychodzi z dołka i powraca na ścieżkę ożywienia, wspieranego rosnącym popytem inwestycyjnym i środkami unijnymi. Jednocześnie zaległości z początku roku nie zostały jeszcze w pełni odrobione. W przemyśle po bardzo mocnym marcu nastąpiła normalizacja dynamik. Produkcja pozostaje na dodatnich poziomach (ok. 3% r/r), co należy interpretować jako kontynuację umiarkowanego ożywienia, choć tempo jego przyspieszania wyraźnie wyhamowało. Dane o nowych zamówieniach, szczególnie eksportowych, wskazują na rosnące ryzyko dla dalszej aktywności. PMI dla przemysłu

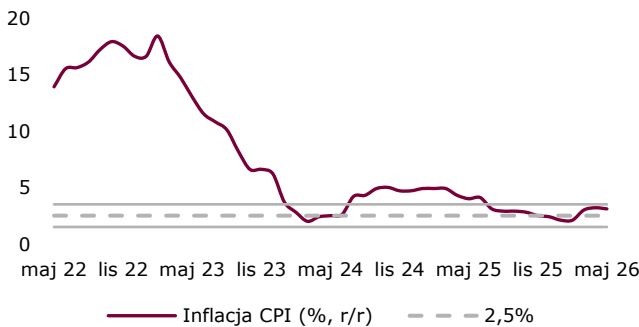
Polska - nastroje konsumentów wg GUS



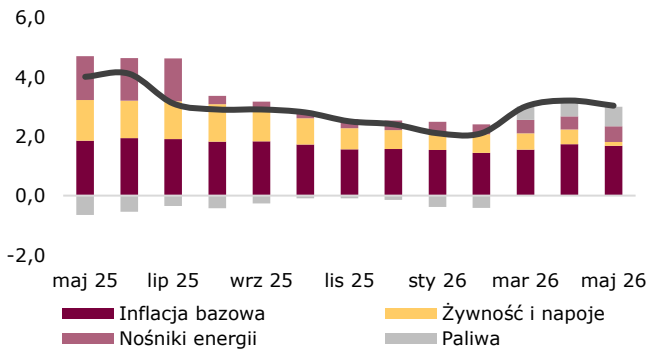
Polska – rynek pracy (sektor przedsiębiorstw)



Polska - inflacja konsumencka (% r/r)



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



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

pomimo poprawy pozostaje nadal poniżej poziomu 50 pkt. Jednocześnie w tle narastają zakłócenia w łańcuchach dostaw oraz presja kosztowa związana z szokiem naftowym.

Po bardzo mocnym marcu (8,7% r/r), napędzonym zakupami przezornościowymi, kwiecień przyniósł wyraźne przyhamowanie sprzedaży detalicznej (1,3% r/r). Struktura danych wskazuje na rosnącą ostrożność konsumenta. Utrzymuje się silny popyt na paliwa, natomiast wyraźnie słabną kategorie dóbr trwałych, odzieży, elektroniki. Nastroje gospodarstw domowych pozostają zmienne. Po wcześniejszym pogorszeniu maj przyniósł ich zauważalną poprawę, szczególnie w ocenach przyszłości i oczekiwań inflacyjnych (niższa inflacja). Jednocześnie konsumenci sygnalizują większą skłonność do oszczędzania i ostrożność w podejmowaniu większych wydatków. Rynek pracy wysłał mieszane sygnały. Z jednej strony widoczne jest schłodzenie presji płacowej i słabsza realna dynamika funduszu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach (najniższa od ok. 3 lat), co ogranicza potencjał konsumpcji. Z drugiej strony dane BAEL za 1q'26 wskazują na relatywnie stabilną sytuację, gdyż różnie w ujęciu r/r liczba pracujących i utrzymuje się wysoka aktywność zawodowa. Per saldo mamy obraz konsumenta ostrożniejszego, bardziej wrażliwego na czynniki niepewności i presję kosztową.

Inflacja CPI utrzymuje się lekko powyżej 3% r/r (3,2% w kwietniu, 3,1% w maju), wskazując na umiarkowaną presję cenową. Struktura inflacji pozostaje zdominowana przez komponenty energetyczne i paliwowe, choć ich wpływ jest częściowo łagodzony przez działania fiskalne (CPN). Jednocześnie obserwujemy oznaki rozszerzania się presji cenowej, szczególnie w usługach. Inflacja bazowa przyspieszyła w kwietniu do 3% r/r. Maj powinien przynieść jednak lekkie złagodzenie tej presji, co sugeruje, że przenoszenie szoku kosztowego na ceny finalne pozostaje na razie ograniczone. Całościowo inflacja pozostaje podwyższona, przy czym osłabienie popytu działa w kierunku jej stabilizacji.

W tych warunkach RPP utrzymuje w czerwcu stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna 3,75%) i pozostaje w trybie „wait and see”. Ostatnie dane, szczególnie niższy od oczekiwań odczyt inflacji za maj oraz sygnały spowolnienia aktywności ograniczyły ryzyko podwyżek stóp procentowych. Obecny obraz jest mieszany. Z jednej strony inflacja pozostaje powyżej środka celu NBP i wykazuje tendencję do rozszerzania się, z drugiej strony słabnący popyt krajowy działa w kierunku jej ograniczenia. W efekcie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp w najbliższym okresie. Kluczowe dla dalszej ścieżki polityki pieniężnej pozostają czynniki zewnętrzne, przede wszystkim rozwój sytuacji na rynku surowców i na Bliskim Wschodzie.

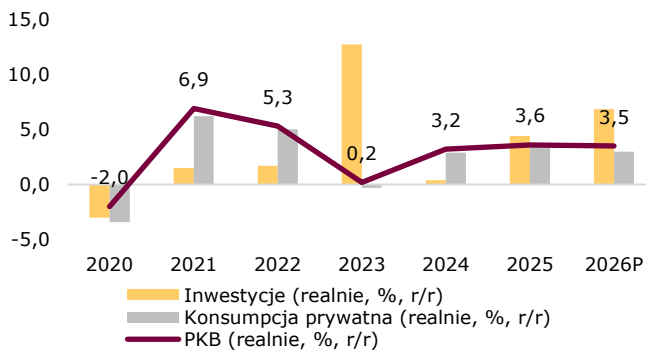
W naszej najnowszej prognozie dla Polski obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB na 2026 do 3,5% r/r (z 3,7%), co odzwierciedla słabszy punkt startowy po 1Q'26 oraz negatywny wpływ wydłużającego się szoku energetycznego. Główne czynniki rewizji to niższa dynamika konsumpcji prywatnej, w efekcie wolniejszego wzrostu płac realnych i pogorszenia nastrojów, oraz słabszy od oczekiwań impuls inwestycyjny na początku roku. Mimo to inwestycje pozostają obszarem relatywnej siły (wspierane m.in. środkami z KPO), choć ich ścieżka obciążona jest ryzykami kosztowymi i podażowymi. Jednocześnie pogarszające się otoczenie zewnętrzne, w tym słabszy popyt zagraniczny i presja kosztowa, ogranicza potencjał eksportu. W obszarze cen krótkoterminowa ścieżka inflacji pozostaje relatywnie umiarkowana (ok. 3% w 2026), ale ryzyka są przesunięte w

Makrowizjer

Dział Analiz Makroekonomicznych
czerwiec 2026



Polska - PKB i główne składowe (prognoza)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

górze w średnim horyzoncie, głównie przez efekty wtórne szoku energetycznego. W rezultacie RPP najprawdopodobniej utrzyma stopy procentowe bez zmian w całym 2026 i w latach późniejszych, przy wysokiej wrażliwości ścieżki polityki pieniężnej na rozwój sytuacji geopolitycznej. Główne ryzyka dla naszych prognoz pozostają wyraźnie zewnętrzne. Kluczowa jest niepewność co do przebiegu i czasu trwania konfliktu na Bliskim Wschodzie, który poprzez ceny surowców i zaburzenia w łańcuchach dostaw oddziałuje zarówno na inflację, jak i tempo wzrostu gospodarczego.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 09.06.2026

	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26P	2025	2026P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	3,2	3,3	3,8	4,1	3,5	3,4	3,6	3,5
Inwestycje (realnie, %, r/r)	5,9	-2,5	6,8	6,6	2,4	5,3	4,4	6,9
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	2,6	4,5	3,5	4,3	3,3	2,6	3,7	3,0
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (%, r/r)	4,9	4,1	2,9	2,4	3,0	3,0	2,4	3,3
Inflacja CPI - średnio (%, r/r)	4,9	4,1	3,0	2,5	2,4	3,1	3,6	2,9
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (%, r/r)	10,0	8,8	7,5	8,5	6,7	6,0	8,7	6,1
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,4	5,1	5,6	5,7	6,1	5,9	5,7	6,1
Bezrobocie - średnio (%)	5,4	5,1	5,5	5,6	6,1	6,0	5,4	6,0
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (%, r/r)	-0,8	0,0	0,5	0,6	1,0	0,8	0,1	0,7
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	4,00	3,75
Retowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,73	5,52	5,47	5,17	5,88	5,66	5,17	5,45

Prognozy wybranych danych miesięcznych

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

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

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.

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**

NA WSTRZYMANYM ODDECHU

RECESSION
NEGATIVE
GROWTH

INFLATION

**MAKROWIZJER
CZERWIEC 2026**