






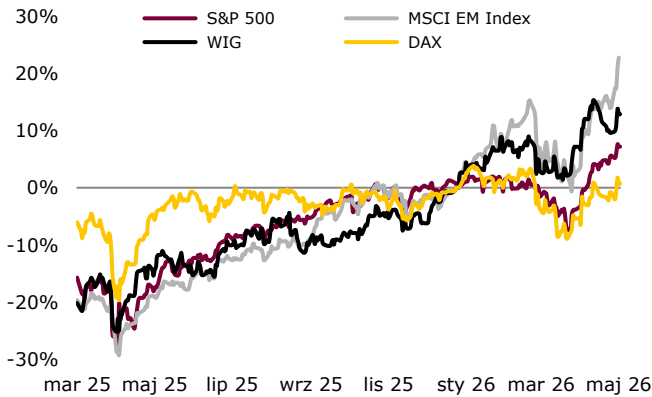
**ALIOR
BANK**

PIERWSZE OFIARY KRYZYSU NAFTOWEGO

**MAKROWIZJER
MAJ 2026**

-  Inwestycje w USA nie zwalniają tempa
-  Sektor usług i Europa to pierwsi poszkodowani kryzysu naftowego
-  Polska z poprawą koniunktury i pogorszeniem perspektyw inflacji

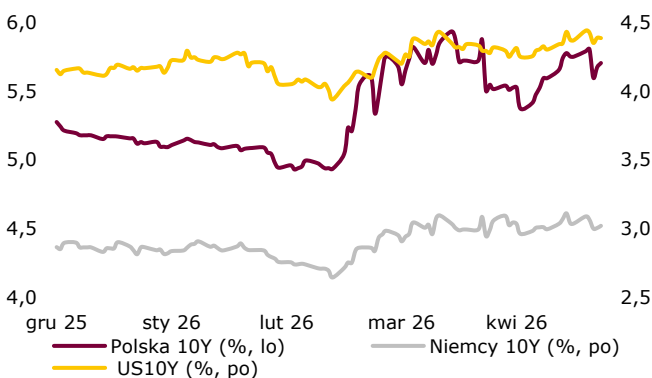
Rynek akcji (zmiana względem 31.12.2025)



Rynki akcji i długu

Na rynkach akcji w ostatnich tygodniach dominowały tendencje wzrostowe, choć towarzyszyła im podwyższona niepewność związana z sytuacją na Bliskim Wschodzie. Przedłużająca się blokada Cieśniny Ormuz rodzi ryzyka dla globalnej koniunktury, ale trwające od początku kwietnia zawieszenie broni pomiędzy USA i Iranem wzbudziło nadzieje na normalizację sytuacji. Do tego sezon wyników był bardzo udany dla spółek technologicznych, nie tylko z USA, ale też np. z Korei Południowej czy z Tajwanu, co sprawiło, że przypomniła o sobie hossa AI. W tym roku krajowy WIG pozostaje relatywnie mocno rosnąc o blisko 13% YTD. MSCI EM wspierany ww. wzmocnieniem spółek technologicznych rośnie o przeszło 20%. Ostatnie tygodnie były udane dla SP500, ale dotychczasowy wzrost jest niższy (ok. 7%), a relatywnie słabo radzi sobie niemiecki DAX, który notuje kosmetyczne wzrosty YTD.

Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



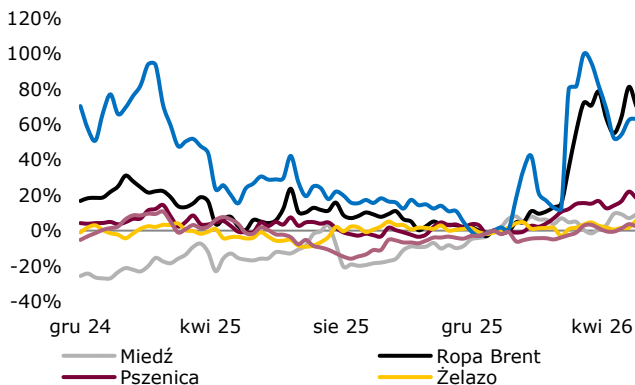
Krajowy rynek długu pozostaje pod presją ryzyk dla ścieżki inflacji i stóp NBP, wynikających z wysokich cen surowców energetycznych. Przedłużająca się blokada Cieśniny Ormuz oddala perspektywę normalizacji tych zjawisk, a co za tym idzie utrzymuje na wysokich poziomach rentowności krajowych benchmarków. 10-latki po przejściowym umocnieniu w połowie kwietnia, w reakcji na przystąpienie do negocjacji pokojowych między USA i Iranem, w późniejszym czasie wobec zastojów w negocjacjach, na przełomie kwietnia i maja ponownie się osłabiły. Przy dużej zmienności rentowności oscylują wokół 5,7% - dość blisko tegorocznego maksimum z końca marca. Obligacje na rynkach bazowych są bardziej stabilne, ale zarówno rentowności 10-letnich Bundów jak i Treasuries też utrzymują się blisko tegorocznego maksimum.

Surowce

Ceny ropy obecnie są niemal wyznacznikiem nastrojów rynkowych. Ich wzrost oznacza pogorszenie szans na rychłą normalizację sytuacji na Bliskim Wschodzie w ocenie inwestorów, a spadek z kolei zwiększenie tych szans. W perspektywie już przeszło dwóch miesięcy blokady Ormuz kurs Brent oscyluje wokół 105 USD za baryłkę, przy potężnej zmienności +/-15 USD. W tle pojawiła się informacja o wystąpieniu ZEA z OPEC+, co sugeruje, że państwo ma apetyt na zwiększenie podaży ropy, a jego krótkoterminowy potencjał zwiększenia produkcji jest materialny i szacowany na blisko 1% globalnej podaży. Ten temat nabierze jednak większej wagi dopiero po ustabilizowaniu się sytuacji w regionie Zatoki Perskiej.

Ceny gazu ziemnego w UE (benchmark holenderski) zredukowały początkowe wzrosty obserwowane po wybuchu wojny, również dzięki sezonowej redukcji konsumpcji. Tu póki co szok jest umiarkowany, a ruchy cenowe porównywalne do tych z poprzedniego sezonu grzewczego.

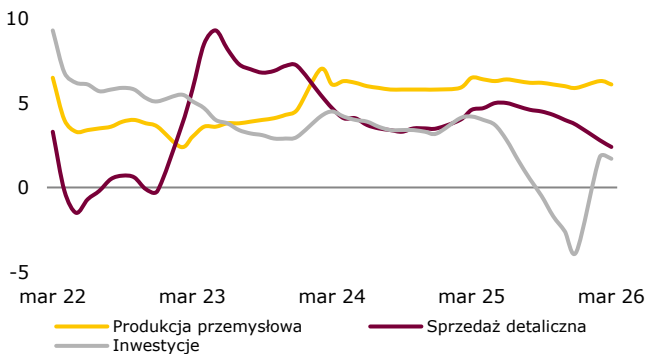
Zmiana notowań bieżących kontraktów surowców względem końca '25 (średnie tygodniowe)



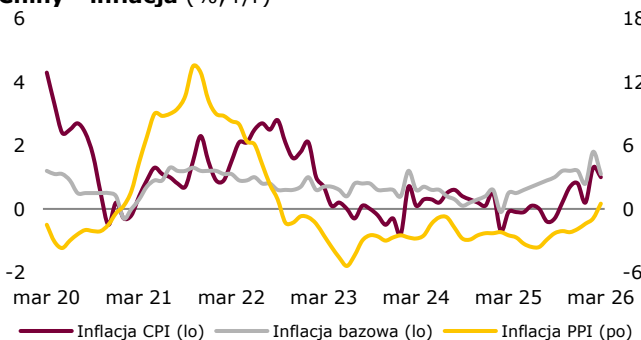
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Indeks FAO obrazujący ceny żywności zaczyna odczuwać skutki wysokich cen paliw i w marcu rósł trzeci miesiąc z rzędu. Ale to wzrosty dość umiarkowane (ok. 3,2% YTD), a dynamika roczna jest jeszcze niska (1% r/r).

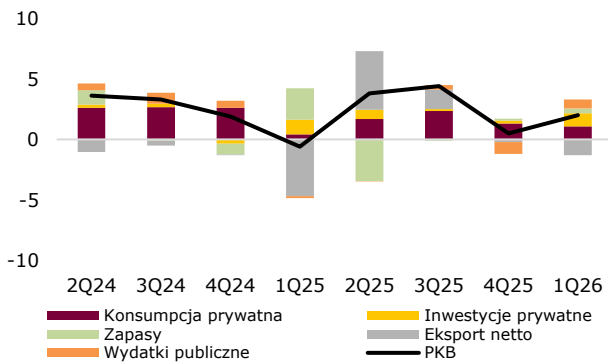
Chiny – dane miesięczne (% , YTD, r/r)



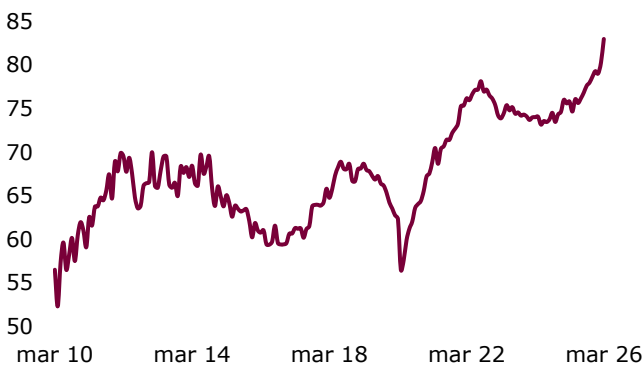
Chiny - inflacja (% , r/r)



USA – dynamika PKB (% k/k SAAR) i jego kompozycja



USA – zamówienia na dobra kapitałowe bez militariów i samolotów (mld USD, wyr.sez., miesięcznie)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dział Analiz Makroekonomicznych, Alior Bank S.A.

Chiny

Według oficjalnych danych chińska gospodarka w 1Q'26 rosła o 5% r/r, a więc szybciej od oczekiwań i od tego co obserwowaliśmy w 4Q'25 (4,5% r/r). Jednocześnie niezmiennie problemem pozostawał słaby popyt konsumpcyjny i inwestycyjny. Tak sugerują zarówno dane o sprzedaży detalicznej jak i o inwestycjach publikowane w ujęciu miesięcznym. W pierwszym przypadku w 1Q'26 odnotowany został wzrost o 2,4% r/r, a w drugim o 1,7% r/r. Nadwyżki produkcji przemysłowej – gdzie wzrost w adekwatnym okresie wyniósł 5,7% r/r – kierowane były na eksport oraz, jak wnioskujemy z danych, dokładały się do zapasów. Taki obraz gospodarki sugeruje, że dotychczasowe siły dezinflacyjne, eksportowane częściowo na świat, mogą się w najbliższym czasie jeszcze utrzymywać.

Choć ten obraz robi się bardziej złożony. Tendencje inflacyjne, wzmocnione szokiem naftowym, który podnosi ceny importu wysyłają nieśmiałe sygnały, że krajobraz w tym obszarze może ulegać powolnej zmianie. Inflacja CPI w marcu z jednej strony była dość niska (1% r/r), ale włącznie z odczytem lutym jest najwyższą od ok. 3 lat. Wskaźnik stopniowo rośnie od połowy ub. roku. Inflacja PPI w marcu z kolei wyniosła 0,5% r/r i była dodatnia po raz pierwszy od września'22. W kwietniowym badaniu PMI dla sektora przemysłu przedsiębiorcy z kolei wskazywali, że znaczny wzrost cen wejściowych wynikający z zaburzeń w łańcuchach dostaw na Bliskim Wschodzie, mógł być w istotnym stopniu przenoszony na klienta, przy dość mocnym popycie, zarówno krajowym jak i zagranicznym.

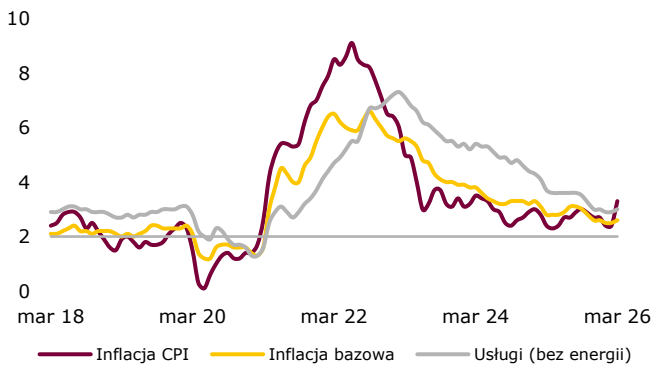
USA

Początek 2026 w USA przebiega pod znakiem inwestycji. To był kluczowy motor wzrostu PKB w 1Q'26, a prym wiodły wydatki związane z sektorem IT. Przyhamowała natomiast nieco konsumpcja. Dotychczasowe reperkusje związane z kryzysem naftowym są dla koniunktury w USA relatywnie mało dotkliwe – bądź co bądź Stany Zjednoczone są w niewielkim stopniu zależne od importu węglowodorów. Choć wyższe ceny paliw podbiły inflację i ograniczają potencjał zakupowy gospodarstw domowych. Jednocześnie sytuacja na rynku pracy wykazuje tendencje stabilizacji po wyraźnym schłodzeniu na przestrzeni ub. roku. Fed będzie miał niedługo nowego prezesa wskazanego przez Trumpa, ale jest raczej wątpliwe, żeby naciski prezydenta USA doprowadziły do wznowienia obniżek stóp procentowych w najbliższym czasie.

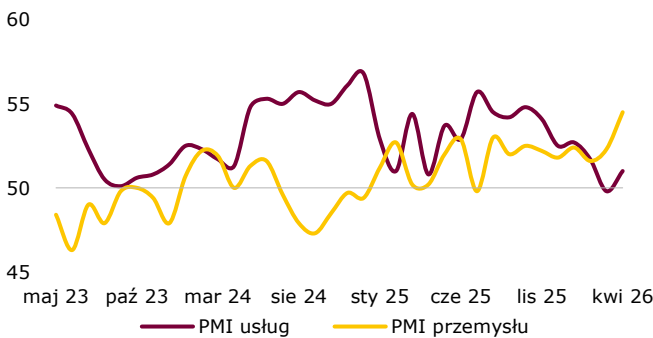
PKB w 1Q'26 wzrósł, wg wstępnych szacunków, o 2,7% r/r i 2% k/k annualizowane wobec odpowiednio 2% i 0,5% w 4Q'25. Wyższe tempo wzrostu z początku tego roku wynikało przede wszystkim z odblokowania wydatków publicznych po zakończeniu „government shutdown”, który obciążył wyniki 4Q'25. Najważniejsze informacje dotyczące struktury to lekkie przyhamowanie konsumpcji prywatnej oraz kontynuacja silnego ożywienia w inwestycjach prywatnych. Za tym ostatnim zjawiskiem stoją przede wszystkim inwestycje w sektorze IT – tu wydatki na sprzęt rosły o imponujące 24,3% r/r i z nawiązką kompensowały negatywne tendencje we wznoszeniu budynków, zarówno mieszkalnych jak i komercyjnych. Boom inwestycyjny związany w znacznej mierze z rozwojem potencjału AI trwa w najlepsze i w tym roku może amortyzować prawdopodobne schłodzenie popytu konsumenckiego.

Wojna na Bliskim Wschodzie pogorszyła perspektywy gospodarki USA oraz podbiła inflację. Ale jak dotąd to głównie ten drugi element dominuje. Wskaźnik CPI w marcu skoczył z 2,4% r/r do 3,3% r/r, przy dominującym wpływie szybko

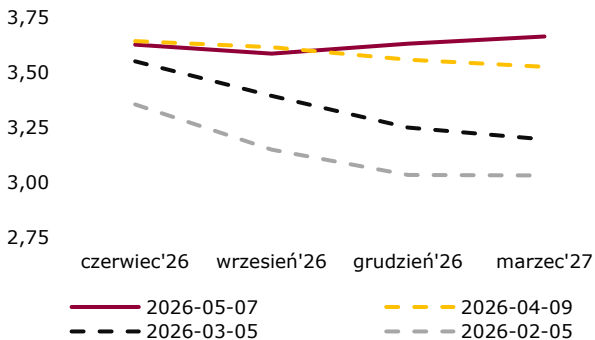
USA – inflacja CPI (% , r/r)



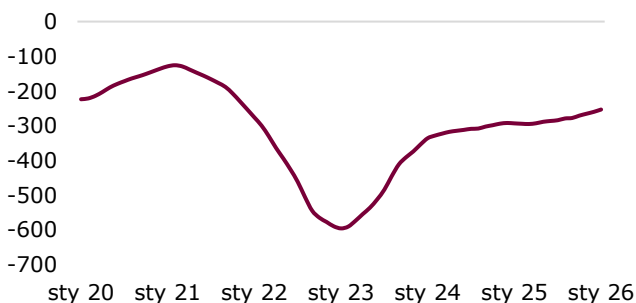
USA – indeksy PMI (S&P Global)



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



Strefa euro – bilans w handlu zagr. paliw min., smarów i mat. pokrewnych (suma 12m, mld EUR)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

rosnących cen paliw. Inflacja bazowa (bez żywności i energii) była względnie stabilna – wyniosła 2,6% r/r wobec 2,5% r/r poprzednio. Jednocześnie rynek pracy jest schłodzony, a więc ogranicza potencjał negocjacyjny pracowników i skutkuje redukcją realnych dochodów, co zapewne będzie prowadziło do dalszego hamowania konsumpcji.

Rozłożenie akcentów popytowych w gospodarce (mocne inwestycje), gromadzenie zapasów w odpowiedzi na szok podaży oraz rozpędzający się cykl sprawiają, że przemysł w kwietniu pozostawał jeszcze na fali wznoszącej. Oczywiście im dłużej będą trwały zakłócenia w łańcuchach dostaw związane z wojną na Bliskim Wschodzie tym bardziej koniunktura w sektorze będzie podkopana. Wyraźniejsze sygnały osłabienia dały natomiast już usługi – tak można wnioskować ze spadku indeksu PMI w marcu poniżej neutralnego poziomu 50. W kwietniu indeks odbił do 51,3. Prawdopodobnie zatem ożywienie jest kontynuowane, ale jego tempo obniżyło się. To dość spójne z logiką obecnego szoku podaży drenującego realny potencjał popytowy oraz podnoszącego niepewność przede wszystkim wśród gospodarstw domowych, ale też firm. W szczegółach kwietniowych PMI widać wyraźne podbicie kosztów i już widoczną filtrację tego zjawiska do cen końcowych.

Fed chwilowo może zapomnieć o dylematach związanych z kształtowaniem polityki monetarnej. Podwyższona inflacja w najbliższych miesiącach wyklucza preferowany przez FOMC (jeszcze?) średnioterminowy kierunek na niewielkie obniżki stóp procentowych. Tym bardziej, że rynek pracy przestał się osłabiać. Przedłużający się kryzys naftowy podbija perspektywy inflacji i jednocześnie sprawia, że w grze pojawiają się scenariusze zakładające podwyżki stóp procentowych. W maju na stanowisku szefa Fed J. Powella zmieni K. Warsh, nominat Trumpa. W obecnej sytuacji jest to raczej mało istotne dla perspektyw polityki monetarnej. Dopiero ewentualne rozstrzygnięcia dotyczące kryzysu na Bliskim Wschodzie pozwolą na niuansowanie różnic pomiędzy Powellem i Warshem.

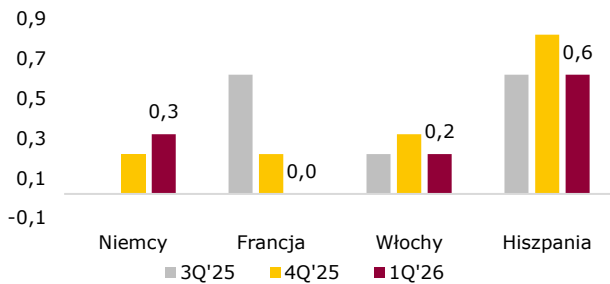
Europa

Kryzys naftowy w mocniejszym stopniu dotyka importerów netto surowców energetycznych. Strefa euro jak najbardziej do tej grupy się zalicza. Pierwsze uderzenie szoku dotyka poza tym portfeli gospodarstw domowych, a pośrednio sektora usług, który w krajach wysoko rozwiniętej strefy euro stanowi istotną część gospodarki. W sektorze przemysłowym cały czas obserwujemy sygnały wczesnej fazy ożywienia, ale też twarde dane z początku roku z kluczowych w tym względzie Niemiec są lekko rozczarowujące. Inflacja na skutek wyższych cen paliw oddaliła się nieco od celu EBC i bank na tę sytuację reaguje dość konserwatywnie – na razie nie podnosi jeszcze stóp, ale komunikuje, że trzyma palec na spuście.

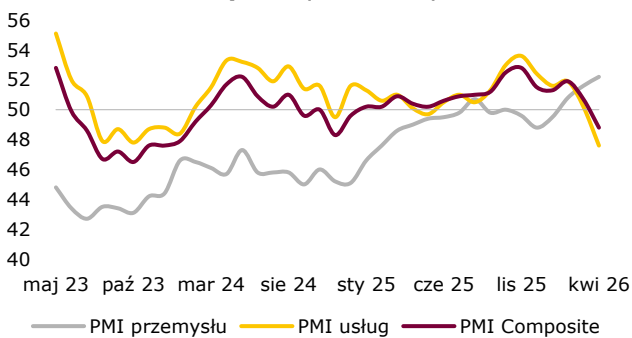
Strefa euro w 2025 miała ok. 160 mld EUR (ok. 1% PKB) nadwyżki w handlu zagranicznym towarami. Wartość ta byłaby jednak znacznie większa gdyby nie duży deficyt w ramach węglowodorów i produktów pochodnych, wynoszący ok. 260 mld EUR w ub. roku. Skokowy wzrost cen w tym obszarze, wynikający z wojny na Bliskim Wschodzie, automatycznie oznacza istotne pogorszenie w bilansie handlowym. Inne implikacje to wyższa inflacja i osłabienie siły nabywczej konsumenta, wyższe koszty dla firm, zakłócenia w łańcuchach dostaw i pośrednio ryzyka osłabienia tempa wzrostu gospodarczego.

Kryzys energetyczny następuje w momencie przyspieszenia wzrostu PKB w Niemczech, gdzie w 1Q'26 odnotowana

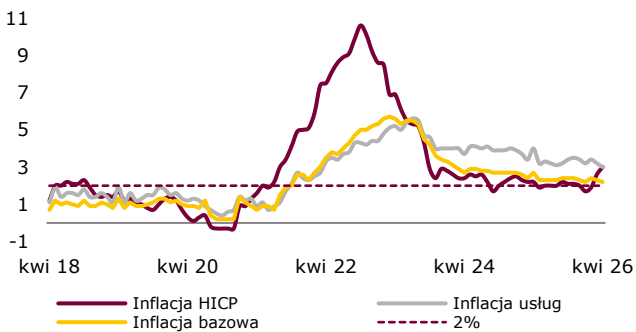
Strefa euro – dynamika PKB w największych gospodarkach strefy euro (% , k/k, wyr. sez.)



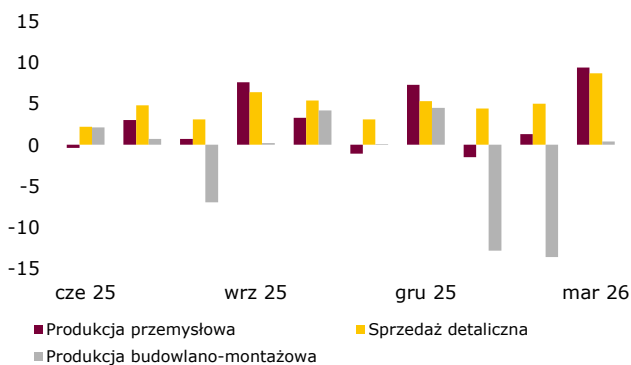
Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



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



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



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

została dynamika 0,3% k/k wyr. sez., która w przypadku prostej ekstrapolacji w kolejnych miesiącach oznaczałaby wzrost wyraźnie powyżej 1% w 2026, a więc najmocniejszy od 2022. Na polu inflacyjnym w całej strefie euro obserwujemy podbicie wskaźnika HICP z ok. 2% r/r w rejon 3% r/r. W kwietniu dodatkowo nieco przyspieszyło momentum inflacji bazowej i usług, co sugeruje, że skutki szoku cenowego paliw dość szybko się rozlewają szerzej.

We wskaźnikach koniunktury PMI widać, że pierwsze ciosy szoku zbiera sektor usług – tu indeks w kwietniu spadł do 47,6, co sugeruje tendencje recesyjne, również szerzej w całej gospodarce. Indeksy PMI dla przemysłu w kwietniu były jeszcze na fali dzięki ożywieniu, które jest podparte popytem inwestycyjnym napędzanym m.in. przez impuls fiskalny w Niemczech. Dodatkowo firmy przezornościowo nadbudowały zapasy. Ale optymizm co do potencjału kontynuacji ożywienia siadł. Jeśli szok naftowy będzie się przedłużał zakłócenia w łańcuchach dostaw i koszty energii pogorszą również sytuację w przemyśle.

Skutki wojny na Bliskim Wschodzie znajdują już odzwierciedlenie w oczekiwaniach co do sytuacji gospodarczej w strefie euro. MFW w kwietniu obniżył swoje prognozy wzrostu PKB z 1,3% do 1,1% w 2026. To taka sama skala jak w przypadku prognoz dla całego świata (-0,2 p.p., z 3,3% do 3,1%). W podobnym kierunku poszła też wcześniejsza projekcja EBC, sporządzona w marcu, która zakłada redukcję dynamiki PKB w 2026 z wcześniej prognozowanych 1,2% do 0,9% i jednocześnie wyższą o 0,7 p.p. inflację HICP, na poziomie 2,6%. W obu przypadkach obserwowany rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie rodzi ryzyko w kierunku niższego tempa wzrostu gospodarczego i wyższego inflacji konsumenckiej.

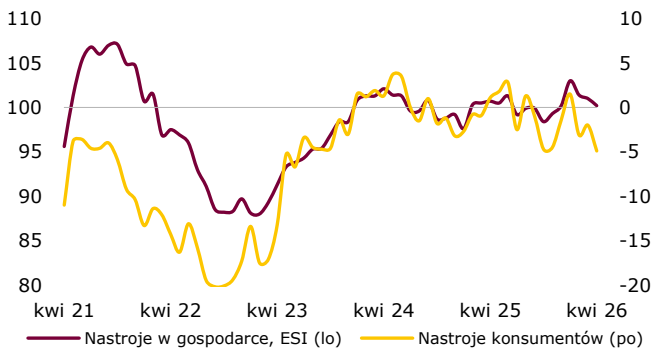
EBC na posiedzeniu kwietniowym utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym depozytową na 2%. Przy podbitej inflacji rośnie jednak ryzyko ujemnej realnej stopy procentowej. Taka sytuacja jest najwyraźniej trudna do zaakceptowania przez większość decydentów w EBC, gdyż w komunikacji bank daje do zrozumienia, że jest bliski pierwszej od przeszło 2,5 roku podwyżki stóp. Nie widać specjalnie niuansowania w kwestii przyczyn szoku cenowego (podażowe) – nastawienie jest ewidentnie konserwatywne. Wygląda na to, że jedynie szybkie ustąpienie szoku może skłonić EBC do dalszej stabilizacji stóp.

Polska

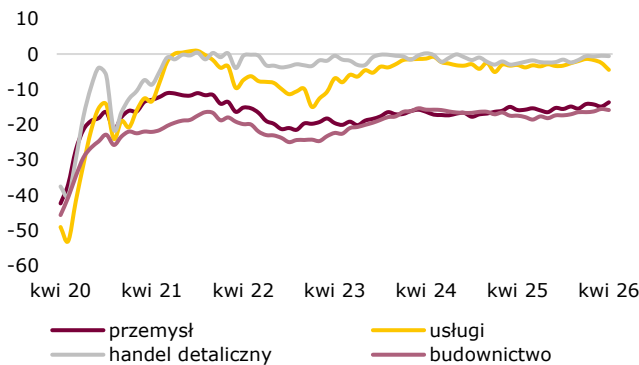
O ile pierwsze dwa miesiące roku pokazały niepokojące pogorszenie koniunktury, przede wszystkim w budownictwie, ale też w przemyśle, to marzec już przyniósł odrabianie zaległości i to w imponującym tempie. W szok energetyczny Polska wchodzi zatem przy trwającym ożywieniu, choć przejściowo przyhamowanym. Kryzys paliwowy powoli w gryza się jednak w krajową gospodarkę. Widać pierwsze sygnały, że proces dezinflacji jest domykany w coraz szerszym zakresie dóbr i usług. Pogarszają się też nastroje konsumenckie i firm, choć jak dotąd w umiarkowanym stopniu. Buforem amortyzującym skutki wojny na Bliskim Wschodzie dla koniunktury jest przede wszystkim rozkręcający się popyt inwestycyjny, a do pewnego stopnia również pakiet CPN. Wszystko przy akompaniamencie solidnie rosnącej podaży pieniądza, wspieranej umiarkowanym ożywieniem kredytowym. RPP w takim otoczeniu pozostaje w trybie wait and see, ale z zaostrzoną retoryką, sugerującą zwiększone ryzyko podwyżek stóp.

1 kwartał tego roku w polskiej gospodarce został domknięty z przytupem. Produkcja przemysłowa wzrosła o imponujące

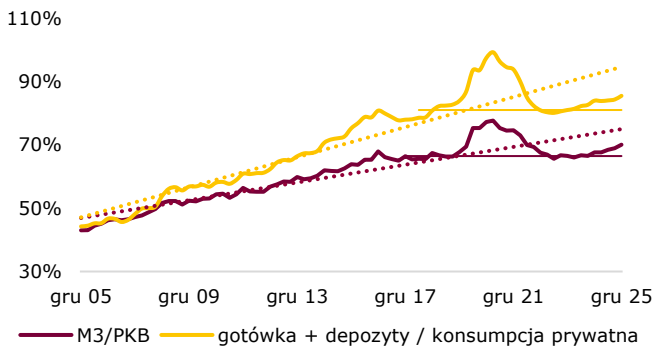
Polska - nastroje konsumentów wg KE



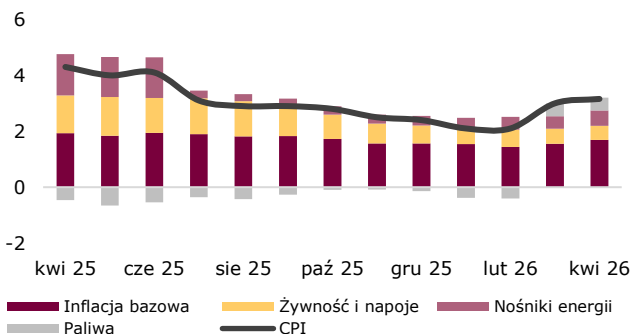
Polska - sektorowe indeksy koniunktury wg KE



Polska - relacje podaży pieniądza



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



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

9,4% r/r, sprzedaż detaliczna niewiele ustępowała pola dynamiką 8,7% r/r, a budownictwo, po głębokiej zapaści w okresie styczeń-luty (-13,3% r/r), zaczęło korzystać z korzystniejszych warunków pogodowych i odnotowało lekki wzrost o 0,4% r/r. Jakie są perspektywy? Marcowy wynik został mocno podkreślony nadrobieniem zaległości i nadbudową zapasów w obawie przed kłopotami w łańcuchach dostaw wobec zawieruchy na Bliskim Wschodzie. Produkcja w przemyśle w całym 1Q'26 ostatecznie wzrosła o 2,9% r/r. I to jest punkt odniesienia dla tegorocznych dynamik. Te powinny na przestrzeni roku się poprawiać, jeśli nastąpi szybka normalizacja sytuacji w Zatoce Perskiej. W przeciwnym przypadku ryzyka dla tempa ożywienia będą narastały. Budownictwo również powinno powrócić do ścieżki ożywienia, na którą weszło w 4Q'25, napędzane przyspieszaniem popytu inwestycyjnego. W przypadku popytu konsumpcyjnego spodziewamy się natomiast przyhamowania względem dynamik obserwowanych w 1Q'26. Marcowy wynik sprzedaży detalicznej był wyjątkowo napędzany zakupami przezornościowymi. W kolejnych miesiącach ubytek w dochodach realnych wynikający z wyższej inflacji będzie już się negatywnie przekładał na tempo wzrostów.

Zarówno z badań GUS jak i KE wynika, że kwiecień przyniósł dalsze pogorszenie nastrojów konsumenckich. Wg KE to była jedna z kluczowych przyczyn niższej dynamiki ESI dla całej gospodarki. W przypadku firm w ujęciu sektorowym natomiast na razie głównie w usługach nastąpiło osłabienie nastrojów. W pozostałych sektorach było względnie stabilnie albo też nawet doszło do lekkiej poprawy jak w przemyśle. Per saldo dostajemy obraz ryzyka przyhamowania koniunktury w 2Q'26, ale raczej w umiarkowanym stopniu, głównie kanałem osłabionego konsumenta.

Patrząc od strony podaży pieniądza koniunktura natomiast jest wciąż wspierana przez solidny jej wzrost. Dynamika agregatu M3 w marcu wyniosła 11,5% r/r. Napędzana była umiarkowanym ożywieniem kredytowym, ze zdecydowanie mocniejszym akcentem w przypadku firm (wzrost wartości o 12,4% r/r), ale też przyspieszającym ożywieniem w przypadku gospodarstw domowych (5,3% r/r). To dane spójne z zakładanym charakterem ożywienia w 2026, z mocno rosnącym popytem inwestycyjnym.

Inflacja CPI w marcu podbita została cenami paliw z 2,1% r/r do 3% r/r, a w kwietniu wzrosła dodatkowo jeszcze do 3,2% r/r. Kwietniowy wynik stanowił negatywne zaskoczenie. Pakiet obniżek podatków na paliwa (CPN) wyhamował wzrosty cen w tym obszarze, a w żywności podtrzymane zostały tendencje deflacyjne. Wyraźniej natomiast zdrożały nośniki energii (0,5% m/m) oraz inflacja bazowa, podbita z 2,7% r/r do 2,9% r/r. To sugestia, że skutki szoku naftowego, w tym wysokie ceny paliw dla firm, prawdopodobnie zaczynają się przenosić na szerszy zakres produktów i usług.

Na majowym posiedzeniu RPP utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym główną na 3,75%. Natomiast prezes NBP na konferencji po spotkaniu zaostrzył nieco retorykę. Stwierdził, że obecnie prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek. RPP pozostaje zatem w trybie 'wait and see', ale wg A. Glapińskiego jeśli inflacja konsumencka trwale przekroczy 3,5% (górne odchylenie od celu banku) RPP przystąpi do działania. Z ogólną oceną rozkładu ryzyk dla ścieżki stóp procentowych się zgadzamy, ale w scenariuszu bazowym zakładamy stabilizację stóp. Kluczowa pozostaje dynamika wydarzeń zewnętrznych – przyszła ścieżka stóp NBP obecnie jest mocno uzależniona od wydarzeń na Bliskim Wschodzie.

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	3,0	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	6,1	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	3,75
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,73	5,52	5,47	5,17	5,87	5,46	5,17	5,18

*prognoza zaktualizowana o wpływ bieżących czynników

Prognozy wybranych danych miesięcznych

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

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

Jakub Szczepaniec

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

Marta Skrzypczyńska

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
marta.skrzypczynska@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.

Podjęwając 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**

PIERWSZE OFIARY KRYZYSU NAFTOWEGO

**MAKROWIZJER
MAJ 2026**