

KOMENTARZ TYGODNIOWY

13 lipca 2026

Wzrost niepewności na rynkach finansowych w reakcji na ponowne zaostrzenie konfliktu na Bliskim Wschodzie. „Gołębi” prezes NBP.

- Sytuacja na Bliskim Wschodzie powróciła w minionym tygodniu na pierwszy plan uwagi rynków po tym jak w połowie tygodnia doszło do zaostrzenia relacji USA – Iran, które nasilało się w kolejnych dniach. Zaczęto się od ataku raketowego przez siły irańskie na statki statków płynących przez Ormuz i odpowiedzi USA w postaci ataków sił lotniczych na cele w Iranie, następnie w środę prezydent Trump ogłosił zerwanie wstępnego porozumienia USA-Iran, a w miniony weekend USA i Iran przeprowadziły na szeroką skalę ataki na cele w rejonie Zatoki Perskiej. USA uderzyły na szereg celów w Iranie, z kolei Iran – na cele znajdujące się na terytorium sojuszników USA na Bliskim Wschodzie, w tym na bazy wojskowe USA. Jednocześnie Iran ogłosił przywrócenie blokady cieśniny Ormuz, z kolei USA utrzymują, że cieśnina pozostaje drożna.
- W rezultacie w drugiej połowie minionego tygodnia tygodnia cena ropy naftowej Brent wzrosła w kierunku 80 USD/baryłkę ropy Brent (1-mies. kontrakt) i w kolejnych dniach utrzymywała się w przedziale 75-80 USD za baryłkę wobec ok. 72 USD za baryłkę na początku minionego tygodnia. Ograniczająco na wzrost cen surowca oddziaływała z kolei w minionym tygodniu decyzja 7 krajów z OPEC+, które zadeklarowały zwiększenie wydobycia surowca w sierpniu o 188 tys. baryłek dziennie (5 podwyżka wydobycia z rzędu).
- Z początkiem bieżącego tygodnia na rynkach finansowych panuje niepewność z niższymi notowaniami akcji i wyższymi rentownościami obligacji. Jednocześnie bieżąca reakcja rynkowa na weekendowe uderzenia sił USA i Iranu pozostaje stonowana.
- Zaostrzenie konfliktu na Bliskim Wschodzie skutkujące wzrostem cen surowców w tym ropy podsycało obawy przed utrwaleniem inflacji i koniecznością zacieśnienia polityki monetarnej przez główne banki centralne. W przypadku Fed wzmocnieniu uległo przekonanie rynkowe, że Fed podwyższy stopy procentowe w tym roku o 25 pkt. baz. Pod koniec minionego tygodnia rynek dyskontował już 38 pkt. baz. podwyżki stóp w grudniu (wobec 29 pkt. baz. przed tygodniem). W przypadku EBC w minionym tygodniu na rynki powróciła „pewność” co do kolejnej podwyżki stóp w tym roku o 25 pkt. baz. Rynki obecnie dyskontują na koniec roku podwyżkę stóp o 34 pkt. baz. (czyli są więcej niż pewne kolejnej podwyżki o 25 pkt. baz.) wobec dyskontowanych 21 pkt. baz. przed tygodniem.
- W minionym tygodniu na rynkach bazowych wzrosły rentowności obligacji skarbowych na całej długości krzywej dochodowości. W skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich w USA wzrosły o 8 pkt. baz. do poziomu 4,56%, zaś niemieckich o 13 pkt. baz. do 3,06%. Tym samym po blisko miesięcznej przerwie niemieckie 10-latki powróciły powyżej psychologicznego poziomu 3%.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Na rynkach akcji miniony tydzień przyniósł zdecydowanie odmienny obraz na poszczególnych rynkach regionalnych. Na rynku europejskim i na rynkach wschodzących wzrost ryzyka geopolitycznego i cen ropy naftowej spotkał się z negatywną reakcją rynkową i sporym spadkiem indeksów MSCI – w EMU o 2,1%, a na rynkach wschodzących o 1,9%. Z kolei na giełdach amerykańskich miniony tydzień przyniósł solidny wzrost indeksu MSCI – o 1,2%. W przypadku rynku amerykańskiego nad niepewnością związaną z sytuacją w Zatoce Perskiej przeważała kolejna fala optymizmu rynkowego związanego z boomem AI oraz z nadziejami na korzystne wyniki finansowe spółek amerykańskich.
- Z kolei na rynku walutowym ubiegły tydzień przyniósł bardzo ograniczone zmiany. Kursy dolara i euro w relacji do koszyków walut praktycznie nie zmieniły się, a także relacja euro do dolara nieco powyżej 1,14 dolara za euro.
- Na krajowym rynku finansowym tydzień minął pod znakiem różnokierunkowych zmian notowań w poszczególnych segmentach aktywów. Był to efekt zarówno różnej reakcji na sytuację na rynku globalnym, jak i dodatkowego oddziaływania czynnika krajowego – posiedzenia RPP i konferencji prasowej prezesa NBP z „gołębim” przestaniem prezesa NBP.
- Lipcowe posiedzenie RPP przyniosło powszechnie oczekiwany wynik – utrzymanie stóp NBP na dotychczasowym poziomie. Natomiast niespodzianką okazała się konferencja prezesa NBP. W odpowiedzi na pytania dziennikarzy o kolejne decyzje RPP prezes Głapiński zakomunikował, że w jego ocenie wzrosło prawdopodobieństwo obniżenia stóp procentowych NBP jeszcze w tym roku. Uzasadnił to spadkiem bieżącej inflacji do środka celu NBP (2,5%), niską dynamiką wynagrodzeń oraz perspektywą utrzymania inflacji w celu NBP zgodnie z wynikami najnowszej projekcji NBP. Jednocześnie zastrzegł się, że kwestia obniżenia stóp w tym roku nie była dyskutowana podczas ostatniego posiedzenia Rady.
- „Gołębi” przekaz prezesa NBP spowodował spadek rentowności złotych obligacji skarbowych na całej długości krzywej. Jednocześnie w związku z tym, że w trakcie tygodnia rentowności krajowych obligacji wyraźnie wzrosły wraz z rynkami bazowymi – z najsilniejszym wzrostem rentowności obligacji długoterminowych – ostatecznie w skali całego tygodnia spadek rentowności odnotował jedynie krótki koniec krzywej dochodowości. Rentowności dwulatek obniżyły się o 4 pkt. baz. do 3,94%. Towarzyszył temu spadek notowań kontraktów FRA w odniesieniu do oczekiwanego WIBORU w krótkim okresie. Z kolei rentowności obligacji średnio- i długoterminowych pomimo spadku pod koniec tygodnia zakończyły tydzień na wyższym poziomie wobec końca poprzedniego tygodnia. W przypadku dziesięcioletek rentowności był to poziom 5,29%, tj. o 8 pkt. baz. powyżej poziomu sprzed tygodnia. Tym samym krzywa dochodowości wyraźnie wystromiła się w minionym tygodniu. Równolegle spread między rentownością obligacji a kontraktami IRS lekko wzrósł odzwierciedlając wzrost premii za ryzyko na rynku globalnym.
- Segmentem krajowego rynku, który najbardziej negatywnie zareagował na rozwój sytuacji międzynarodowej oraz gołębi przekaz prezesa NBP był kurs złotego, który osłabił się w skali tygodnia o blisko 1% w relacji do koszyka walut. Na koniec tygodnia złoty osiągnął poziom 4,35 w relacji do euro, 3,80 w relacji do dolara i 4,71 w relacji do franka szwajcarskiego. Wskazywaliśmy wcześniej, że kurs złotego okazał się dotychczas bardzo odporny na wzrost ryzyka

geopolitycznego na Bliskim Wschodzie. Ostatnie dni przyniosły już słabszą odporność, którą dodatkowo osłabiło „gołębie” przesłanie prezesa NBP.

- Z kolei segmentem krajowego rynku, który praktycznie zignorował wzrost awersji do ryzyka na globalnym rynku i na europejskich rynkach akcji były notowania krajowych akcji. WIG wzrósł bowiem w skali tygodnia ponad 2%, kontynuując mocny wzrost z wcześniejszego tygodnia.
- Wracając do kwestii „gołębiego” przekazu prezesa NBP i dopuszczenia możliwości obniżki stóp w tym roku, przyznajemy, że tak łagodny przekaz prezesa zaskoczył nas. Choć wielokrotnie wskazywaliśmy na wysoce adaptacyjną funkcję reakcji prezesa i większości Rady (silne reagowanie na bieżące wyniki inflacji) nie spodziewaliśmy się tak łagodnego przekazu, gdyż zakładaliśmy, że pomimo czerwcowego spadku inflacji do 2,5% r/r prezes weźmie pod uwagę m.in. wysokie prawdopodobieństwo wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach w kierunku 3% r/r w następstwie skokowego wzrostu cen paliw w lipcu w wyniku ustanienia rządowego programu CPN, wciąż sporą niepewność dot. skali wpływu na ceny pozostałych dóbr i usług wcześniejszego wzrostu cen paliw, co generalnie odzwierciedla się w ostrożnym, czy wręcz „jastrzębim” przekazie innych banków centralnych.
- W oparciu o naszą prognozę inflacji CPI na najbliższe miesiące zgodnie z którą wzrośnie ona w kolejnych miesiącach w okolice 3% r/r, oczekiwane utrzymanie inflacji bazowej powyżej 3% r/r w warunkach ujawniania się wpływu cen paliw na szerszy katalog cen dóbr i usług podtrzymujemy scenariusz stabilizacji stóp NBP do końca bieżącego roku. Widzimy przestrzeń do poluzowania polityki monetarnej, natomiast w naszej ocenie pojawi się ona około II kw. 2027 r. Jednocześnie przyznajemy, że jeśli w najbliższych miesiącach rząd powróciłby do administracyjnego obniżenia cen paliw lub ewentualnie innych działań np. obniżających ceny energii elektrycznej (sygnały na ten temat wysłał dzisiaj minister energii M. Motyka), to przy bardzo sprzyjającym układzie czynników utrzymujących inflację blisko celu NBP RPP mogłaby obniżyć stopy. Uważamy natomiast ten scenariusz za jednoznacznie mniejszościowy.
- Po tym jak miniony tydzień przyniósł eskalację napięcia w relacjach USA – Iran sytuacja na Bliskim Wschodzie powróciła i zapewne pozostanie na pierwszym planie uwagi rynkowej. Dotychczasowa relatywnie stonowana reakcja rynkowa wskazuje, że rynki nadal liczą na deeskalację konfliktu i powrót do rozmów, a przynajmniej utrzymanie deklarowanego przez USA drożności szlaku transportowego przez Ormuz wzdłuż wybrzeża Omanu. Nie pozostaje nam w tym momencie nic innego jak zakładanie takiego scenariusza z utrzymującym się ryzykiem nawracających epizodów zaostrzenia sytuacji, gdyż różnice zdań między USA i Iranem w fundamentalnych kwestiach pozostają bardzo istotne.
- W przypadku krajowych aktywów bieżąca kombinacja czynników wpływających dotychczas na rynek wskazuje, że potencjalnie największe ryzyko korekty po ostatnim umocnieniu może dotknąć rynek obligacji, z kolei naszym zdaniem potencjał do dalszego silniejszego osłabienia złotego w relacji do koszyka walut w bazowym scenariuszu wydaje się ograniczony.
- Z czynników globalnych poza sytuacją na Bliskim Wschodzie najistotniejszym będzie publikacja czerwcowej inflacji CPI w USA. Ważne będą też dane z Chin w tym PKB za II kw.

- W Polsce w tym tygodniu poznamy dane nt. majowego rachunku obrotów bieżących i szczegółów inflacji CPI oraz inflacji bazowej za czerwiec. Na początku przyszłego tygodnia rozpocznie się comiesięczna seria publikacji danych z krajowej gospodarki realnej. Dla rynku istotną publikacją będzie dynamika płac istotna z punktu widzenia przyszłych decyzji RPP.

Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

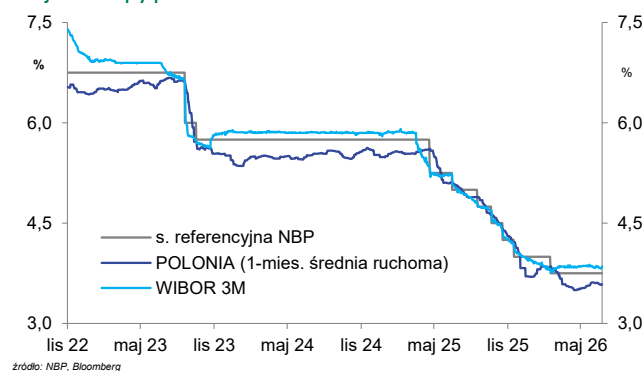
wtorek 14 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	cze	19,4% r/r	18,0% r/r	-
03:00	CHN	Import	cze	27,4% r/r	32,2% r/r	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	maj	-1,558 mld EUR	-1,568,5 mld EUR	-1,674 mld EUR
14:30	US	Inflacja CPI	cze	4,2% r/r	4,2% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	cze	2,9% r/r	2,9% r/r	-
16:00	US	Prezes Fed przedstawi raport nt. polityki monetarnej przed Izba Reprezentantów	lip	-	-	-
środa 15 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	cze	4,5% r/r	4,8% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	cze	-0,6% r/r	-0,2% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	cze	-4,1% r/r	-4,9% r/r	-
03:00	CHN	PKB	II kw.	5,0% r/r	4,5% r/r	-
09:30	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	cze	2,5% r/r (wst.)	-	2,5% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	maj	0,1% m/m	0,2% m/m	-
16:00	US	Prezes Fed przedstawi raport nt. polityki monetarnej przed Komisją Bank. Senatu	lip	-	-	-
czwartek 16 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	cze	3,1% r/r	-	3,1% r/r*
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	cze	0,9% m/m	0,3% m/m	-
piątek 17 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:15	US	Produkcja przemysłowa	cze	0,1% m/m	0,2% m/m	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	lip	49,5 pkt.	48,9 pkt.	-
poniedziałek 20 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	cze	-0,9% r/r	-0,9% r/r	-0,9% r/r
09:30	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	cze	5,8% r/r	5,5% r/r	5,5% r/r
09:30	PL	Produkcja przemysłowa	cze	4,1% r/r	7,2% r/r	7,1% r/r
09:30	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	cze	2,4% r/r	1,6% r/r	1,5% r/r
09:30	PL	Produkcja budowlano-montażowa	cze	3,9% r/r	5,0% r/r	4,2% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

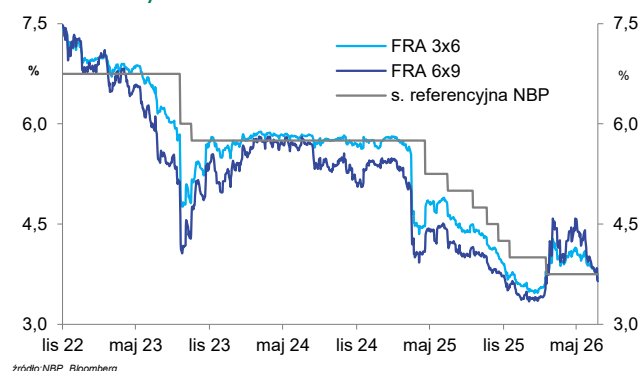
*szacunek na podstawie danych z flash CPI

Rynki finansowe

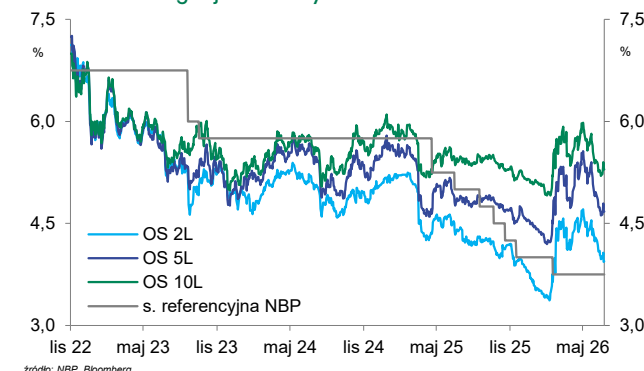
Krajowe stopy procentowe



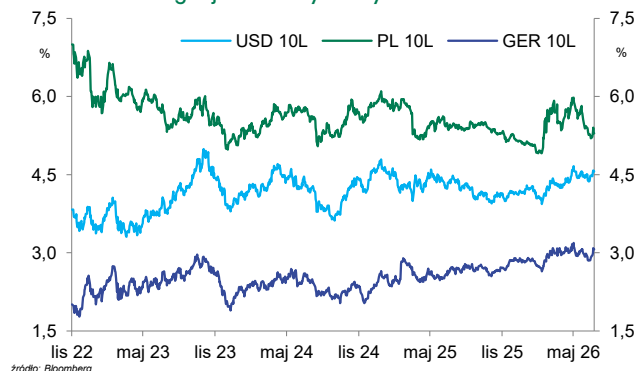
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



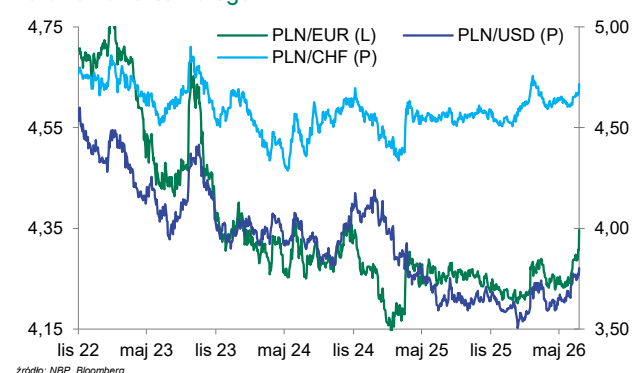
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



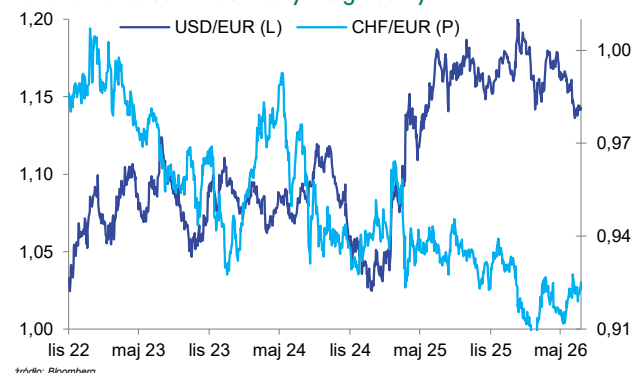
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



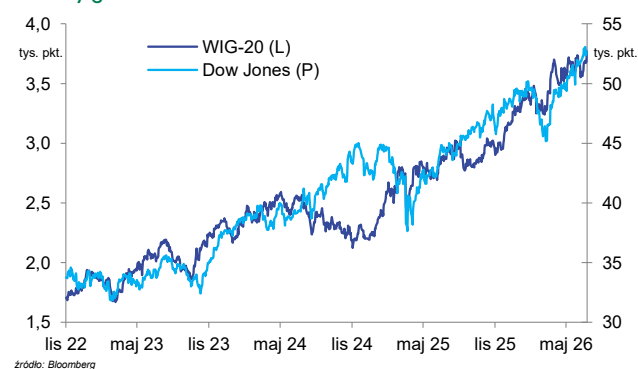
Notowania kursu złotego



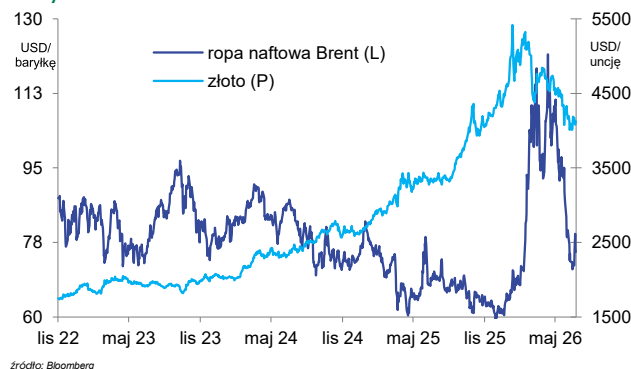
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

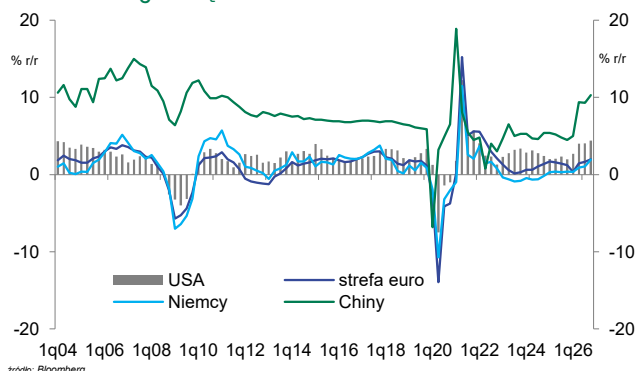


Ceny surowców

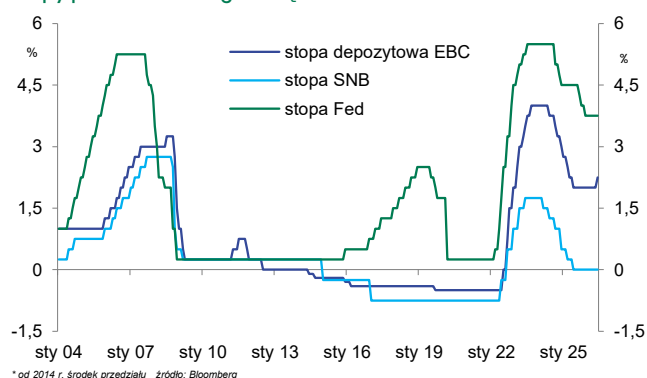


Sfera realna

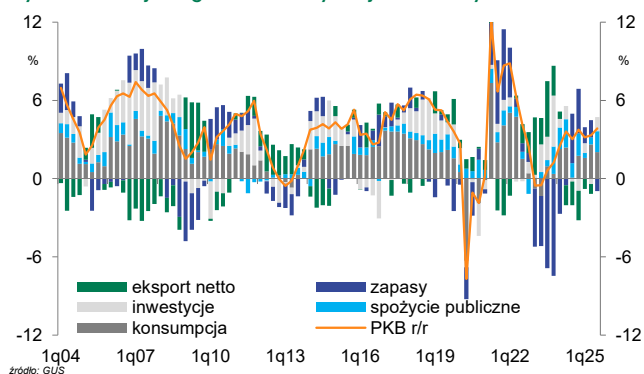
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



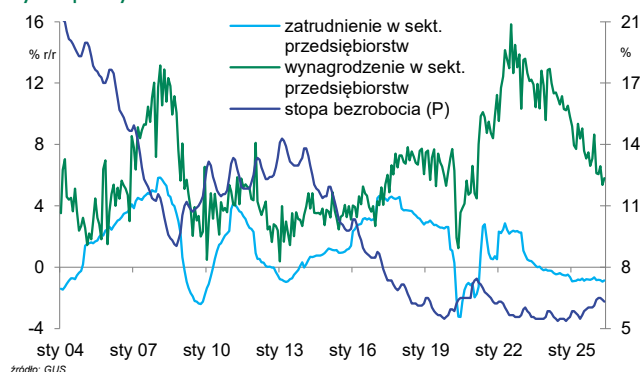
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



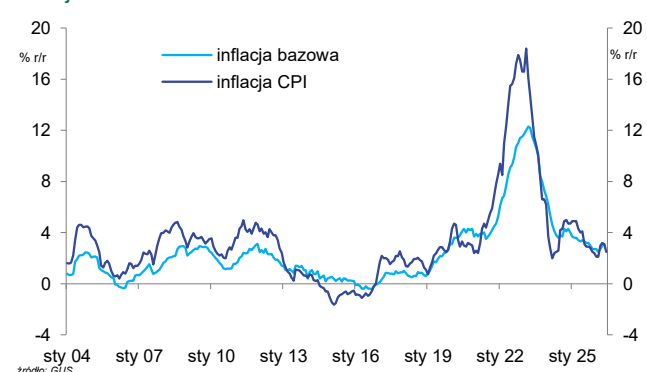
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



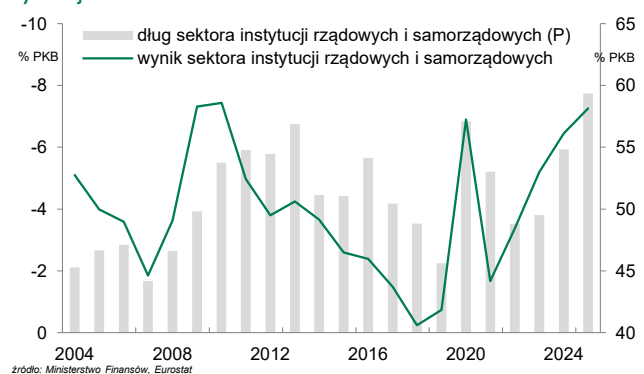
Rynek pracy



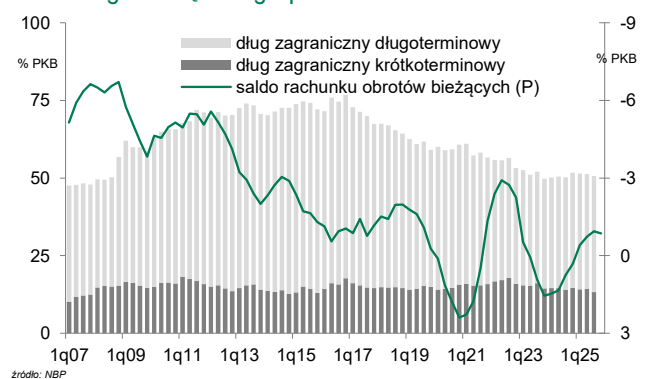
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2026	03.07.2026	10.07.2026	31.07.2026	31.08.2026	31.12.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	%	3,85	3,83	3,85	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,83	3,82	3,68	-	-	-
FRA 6x9	%	3,82	3,78	3,65	-	-	-
FRA 9x12	%	3,81	3,75	3,65	-	-	-
IRS 2L	%	3,87	3,83	3,76	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	3,94	3,94	-	-	-
IRS 10L	%	4,27	4,27	4,32	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,03	3,98	3,94	4,10	4,05	3,95
Obligacje skarbowe 5L	%	4,69	4,62	4,67	4,80	4,75	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,25	5,21	5,29	5,35	5,35	5,25
PLN/EUR	PLN	4,30	4,29	4,35	4,28	4,27	4,25
PLN/USD	PLN	3,77	3,74	3,80	3,75	3,75	3,70
PLN/CHF	PLN	4,66	4,66	4,72	4,65	4,64	4,62
USD/EUR	USD	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,15
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,47	4,48	4,56	4,40	4,40	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,86	2,93	3,06	2,90	2,90	2,90

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione. Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.