

KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 lipca 2026

Niestabilna sytuacja na Bliskim Wschodzie utrzymuje się. Oczekiwana stabilizacja stóp procentowych Fed.

- W minionym tygodniu ceny surowców energetycznych silnie zmieniały się. Po tym jak doniesienia z wcześniejszego weekendu podwyższyły ceny surowca na samym początku tygodnia, sytuacja na krótko ustabilizowała się. W połowie tygodnia informacje o zaatakowaniu tankowców Arabii Saudyjskiej w rejonie cieśniny Bab al-Mandab przez jemeńskich Huti poskutkowały natomiast kolejnym skokowym wzrostem cen surowców energetycznych w obawie przed zablokowaniem kolejnego ważnego szlaku transportowego. Do piątku ceny ropy naftowej utrzymywały się na poziomie ok. 100 USD/baryłkę ropy Brent (kontrakty 1-mies.), a ceny gazu na europejskim rynku (TTF) kolejny tydzień z rzędu wzrosły o ponad 10% do 64 EUR/MWh (kontrakty 1-mies.).
- Z początkiem bieżącego tygodnia z kolei ceny te kształtują się na dużo niższym poziomie (87 USD/baryłkę ropy Brent) po tym jak w weekend USA wstrzymały dotychczasowe praktycznie codzienne ataki militarne, także Iran wstrzymał ataki na kraje sojuszników USA w Zatoce Perskiej. W weekend trwały rozmowy Iranu oraz Omanu dot. transportu przez cieśninę Ormuz, wg oficjalnych komunikatów oceniono je jako „zmierzające w dobrym kierunku”. Decyzji USA o wstrzymaniu ataków nie towarzyszyły jednoznaczne oświadczenia, wg doniesień prasowych „krok ten ma dać przestrzeń dla dyplomacji”.
- Ubiegłotygodniowy wzrost cen surowców poskutkował dalszymi dostosowaniami oczekiwań dot. decyzji banków centralnych wpływając silnie na rynek stopy procentowej. W USA rentowności 10-letnich obligacji w skali tygodnia wzrosły o 13 pkt. baz., okresowo osiągając poziom 4,70% (w przypadku 10-latek) i okresowo przekraczając dotychczasowe lokalne maksimum (od wybuchu konfliktu pod koniec lutego). Dziś rano rentowności obniżyły się o kilka pkt. baz. pozostając jednak powyżej poziomów z minionego piątku. Według danych na koniec tygodnia rynki wyceniały jako praktycznie pewną podwyżkę stóp o 25 pkt. baz. we wrześniu oraz wzrost stóp o 45 pkt. baz. do końca br.
- Powszechnie oczekuje się natomiast, że na posiedzeniu w tygodniu bieżącym FOMC utrzyma stabilne stopy procentowe. Nie sądzimy także, aby podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes Fed zasugerował podwyżkę stóp w najbliższym czasie. Przy tak dużej niepewności dot. rozwoju sytuacji geopolitycznej i kształtowania się cen surowców uważamy, że większość komitetu będzie wolą przeanalizować nadchodzące dane i informacje, szczególnie, że publikowane w lipcu niższe odczyty zarówno inflacji CPI jak i zatrudnienia dają członkom komitetu komfort takiej analizy.
- Choć na posiedzeniu w minionym tygodniu [rada EBC](#) pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie i nie „zapowiedziała” podwyżki stóp na posiedzeniu we wrześniu, to uważamy, że generalna zmiana przekazu wobec konferencji czerwcowej oraz wobec wypowiedzi członków rady EBC (w tym prezes Lagarde) z początku lipca, otwiera furtkę dla takiej decyzji. Biorąc

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

pod uwagę zaostrenie przekazu EBC, notowane w ostatnich dwóch tygodniach wzrosty cen surowców oraz wyższe dotychczasowe odczyty inflacji, oczekujemy podwyżki stóp o 25 pkt. baz. na kolejnym posiedzeniu rady EBC.

- Przyjmując założenie stabilizowania się sytuacji na rynku surowców w średnim okresie, wciąż zakładamy, że EBC po wrześniowej podwyżce utrzyma stabilne stopy w miesiącach kolejnych. Prognozy rynkowe wskazują natomiast na wysokie prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki stóp na przełomie roku, co wpłynęło na wzrost rentowności obligacji niemieckich o 5 pkt. baz. Choć rentowności na początku tygodnia lekko obniżyły się wobec czwartkowego maksimum (obecnie ok. 3,15%), to wciąż utrzymują się powyżej maksymalnych poziomów z II kw., tj. od wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie.

- Wzrost cen surowców wpłynął także na krajowy rynek stopy procentowej. Według danych na koniec tygodnia kontrakty FRA wyceniały podwyżkę stóp o 25 pkt. baz. w perspektywie sześciu miesięcy. W tych warunkach w minionym tygodniu odnotowano kolejny skokowy wzrost rentowności polskich SPW o blisko 30 pkt. baz. w przypadku 2-latek oraz o 20 pkt. baz. w przypadku 10-letnich papierów. Z początkiem bieżącego tygodnia rentowności lekko obniżyły się.

- W najbliższy piątek opublikowany zostanie szacunek *flash* lipcowej inflacji CPI. Oczekujemy, że inflacja wzrośnie do ok. 2,9% r/r z 2,5% odnotowanych w czerwcu z powodu skokowego wzrostu cen paliw (wygaszenie programu CPN z początkiem lipca oraz wzrosty cen ropy naftowej w II dekadzie miesiąca). Dotychczasowe wzrosty cen ropy naftowej (przy założeniu braku kolejnych programów fiskalnych ograniczających ceny paliw) przesuwają lekko prognozowaną ścieżkę inflacji CPI w II poł. roku do poziomu 3,5%. Wciąż jednak przyjmując założenie bazowe stabilizowania się sytuacji na rynku surowców energetycznych w II poł. roku, oczekujemy, że inflacja nie przekroczy trwale i silnie poziomu 3,5% i w 2027 r. powróci do 2,5%. W tych warunkach, przy niższej dynamice wynagrodzeń i umiarkowanym tempie wzrostu PKB oczekujemy, że RPP będzie preferowała utrzymanie stabilnych stóp procentowych NBP.

- Tak jak w tygodniach minionych, sytuacja geopolityczna w dużo mniejszym stopniu wpływała na rynki akcji oraz walut. W skali tygodnia globalny indeks cen akcji MSCI obniżył się jedynie o 0,2%, przy minimalnych wzrostach w strefie euro i w grupie rynków wschodzących. Indeks WIG wzrósł natomiast o 1,2%. Kurs euro wobec dolara obniżył się okresowo poniżej 1,14 USD/EUR, ponownie nieznacznie przekraczając ten poziom z początkiem bieżącego tygodnia. Złoty lekko zyskał na wartości (0,2% w relacji do koszyka walut), obniżając się do 4,32 PLN/EUR oraz do 4,65 PLN/CHF, utrzymując stabilny poziom wobec dolara.

- Doniesienia z Bliskiego Wschodu całkowicie zdominowały sytuację rynkową. Bez wpływu na rynki pozostała decyzja USA o wprowadzeniu nowych stawek celnych wobec kilkudziesięciu krajów (przy użyciu sekcji 301 Ustawy o Handlu), w warunkach kończącego się okresu tymczasowego wyższych ceł na podstawie sekcji 122. W większości przypadków (w tym handlu z UE) te decyzje nie wpłyną na znaczące zmiany poziomu średnich stawek celnych importu USA. Wyjątkiem jest obecnie ryzyko silniejszego ich wzrostu na import z Kandy (na podstawie sekcji 338 50-proc. stawki dla kraju, który dyskryminuje handel amerykański), choć obecnie wydaje się, że ta decyzja (z odroczonym wejściem w życie) ma budować pozycję negocjacyjną do zmian w umowie handlowej USA – Kanada – Meksyk).

- Bez wpływu na sytuację rynkową pozostały także publikacje wstępnych wyników koniunktury PMI w krajach rozwiniętych w lipcu. Zarówno w USA jak i strefie euro indeksy wyraźnie wzrosły (wskaźniki *composite* do 53,6 pkt. w USA oraz do 51,9 pkt. w strefie euro), w szczególności przy mocniejszym odbiciu aktywności w usługach. Poprawiły się wskaźniki produkcji i popytu, czemu sprzyjało zapewne wstępne porozumienie na linii USA – Iran w II poł. czerwca. Wydaje się natomiast, że te dane w niewielkim stopniu uwzględniają ponowną eskalację konfliktu i wzrost cen surowców w II dekadzie lipca.
- Także na rynku krajowym publikacje danych makroekonomicznych nie wpłynęły na ceny aktywów finansowych, szczególnie że generalnie nie zmieniły one dotychczasowego obrazu sytuacji gospodarczej. Na [ryнку pracy](#) utrzymuje się słabszy popyt, ale przy jak na razie wciąż niskim ryzyku silniejszego wzrostu [bezrobocia](#). Niższe tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych przekłada się na niższe wzrosty wydatków konsumentów, niemniej dane czerwcowe dot. [sprzedaży detalicznej](#) uspokajają co do skali tego spowolnienia. W czerwcu utrzymywały się mocniejsze dane dot. [produkcji budowlano-montażowej](#), choć przy wygasającym już efekcie odreagowania mroźnej zimy, tempo wzrostu produkcji obniżyło się w ujęciu zmian miesięcznych, oczyszczonych z sezonowości. Spora zmienność danych utrzymuje się w [przemysle](#). W czerwcu solidny roczny wzrost produkcji wspierały efekty bazy oraz efekty kalendarzowe, przy wciąż słabych wynikach w działach przetwórstwa o największym udziale sprzedaży eksportowej.
- Generalnie dane czerwcowe wspierają oczekiwania lekkiego odbicia dynamiki PKB powyżej 3,5%. Głównym czynnikiem wzrostu jest przyspieszenie wzrostu inwestycji budowlanych, przy dalszym lekkim osłabieniu wyników konsumpcji prywatnej i stabilnych wynikach eksportu. O ile kumulacja wydatków inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE będzie w 2026 wspierała solidne tempo wzrostu PKB, to ograniczone odbicie eksportu, słabsza koniunktura rynku pracy będą hamowały skalę ożywienia.
- Na podobne tendencje wskazują wyniki najnowszego badania NBP Szybki Monitoring, zgodnie z którymi na mocnym poziomie utrzymują się plany inwestycyjne największych spółek publicznych (głównych beneficjentów środków UE), przy wciąż ograniczonym popycie inwestycyjnym firm prywatnych, nieco słabszych prognozach popytu i eksportu. Zapewne konflikt na Bliskim Wschodzie był powodem rosnącej niepewności firm, natomiast biorąc pod uwagę ponowną eskalację konfliktu, trudno oczekiwać szybkiej poprawy sytuacji. Najbardziej niepokoi dalsze, ograniczenie prognoz zatrudnienia przedsiębiorstw, zarówno w perspektywie kwartalnej jak i rocznej, co szczególnie w warunkach wyższej niepewności rozwoju sytuacji w gospodarce globalnej może dalej opóźniać poprawę koniunktury na rynku pracy.
- Tak jak w ostatnich tygodniach wszelkie doniesienia dot. sytuacji na Bliskim Wschodzie pozostaną kluczowe dla sytuacji rynkowej. Jeżeli stabilizacja warunków na rynku surowców utrzyma się, uwaga rynkowa skieruje się w pierwszym rzędzie na posiedzenie FOMC, a w drugim na publikację danych makroekonomicznych: danych dot. PKB w I kw. w USA i strefie euro, danych dot. wydatków konsumentów oraz inflacji PCE w czerwcu w USA, wstępnym odczycie lipcowej inflacji HICP w strefie euro oraz wskaźnikach koniunktury gospodarczej PMI w Chinach.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie komitetu Otwartego Rynku Fed (28 – 29 lipca)**

Oczekujemy, że FOMC utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym przedział dla stopy funduszy federalnych na poziomie 3,50% – 3,75%.

Choć eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, wzrost cen surowców i ryzyka inflacyjnego zwiększa presję na komitet FOMC, to publikowane w lipcu dane makroekonomiczne (niższy wzrost zatrudnienia i niższy wskaźnik inflacji w czerwcu) dają członkom komitetu więcej czasu na analizę danych i bieżącej sytuacji gospodarczej. Potrzebę tej analizy zwiększa także bardzo zmienna sytuacja geopolityczna i niepewność średnioterminowych prognoz cen surowców.

Biorąc pod uwagę dotychczasowe bardzo wstrzemięźliwe komunikaty prezesa Fed K. Warsha trudno oczekiwać bardziej konkretnych zapowiedzi dot. możliwych przyszłych decyzji komitetu. Istotne będą wszelkie informacje dot. głosów wewnątrz komitetu dot. poparcia dla podwyżek stóp procentowych.

- **Wskaźnik inflacji w lipcu – szacunek *flash* (31 lipca)**

Prognozujemy, że w lipcu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 2,9% r/r z 2,5% r/r w czerwcu. W lipcu w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał przede wszystkim wzrost cen paliw w efekcie wygaśnięcia rządowego programu CPN oraz w warunkach wzrostu cen ropy naftowej w drugiej dekadzie lipca. Szacujemy, że ceny paliw wzrosły średnio o ok. 13-14% r/r. Dodatkowo w kierunku wzrostu inflacji oddziaływał wzrost cen administrowanych, w tym opłat za wodę i ścieki m.in. w Warszawie i Wrocławiu. Zakładamy, że w lipcu praktycznie nie zmieniła się roczna dynamika cen żywności, przy oczekiwanym spadku cen warzyw i owoców w ujęciu miesięcznym oraz utrzymującej się niskiej dynamiki cen żywności przetworzonej. Szacujemy, że inflacja bazowa pozostała w lipcu stabilna.

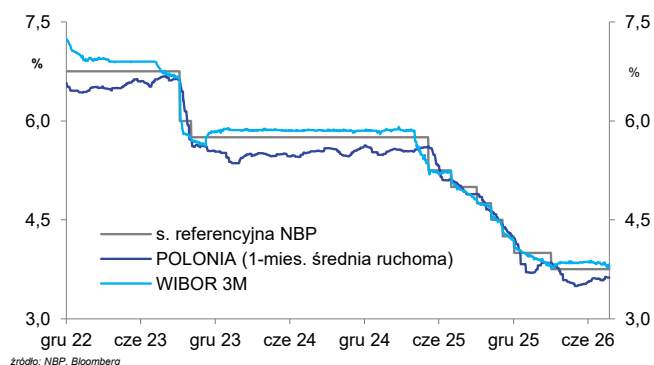
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 27 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	lip	85,6 pkt.	85,6 pkt.	-
środa 29 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	lip	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	lip	-	-	-
czwartek 30 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Dynamika PKB (wst.)	II kw.	0,3% kw/kw	0,0% kw/kw	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (wst.)	II kw.	-0,2% kw/kw	0,2% kw/kw	-
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	lip	3,75%	3,75%	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	cze	4,1% m/m	4,1% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	cze	3,4% m/m	3,4% m/m	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	cze	0,7% r/r	0,3% r/r	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	cze	0,7% r/r	0,4% r/r	-
14:30	US	Wzrost PKB (ost.)	II kw.	2,1% kw/kw	2,3% kw/kw	-
piątek 31 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lip	50,3 pkt.	50,0 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lip	50,2 pkt.	50,0 pkt.	-
09:30	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	lip	2,5% r/r	-	2,9% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	lip	2,8% r/r	2,9% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	lip	2,4% r/r	2,4% r/r	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	lip	49,5 pkt.	54,4 pkt.	-
poniedziałek 3 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	lip	51,7 pkt.	-	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	lip	46,1 pkt.	-	47,0 pkt.
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lip	53,3 pkt.	53,8 pkt.	-

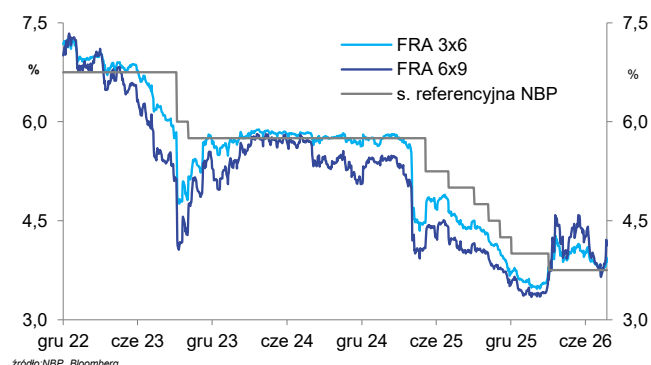
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

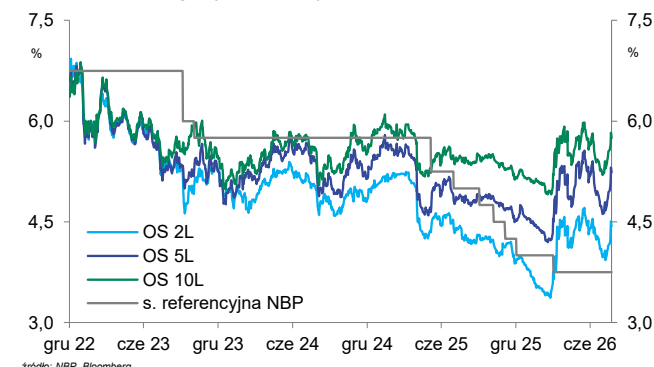
Krajowe stopy procentowe



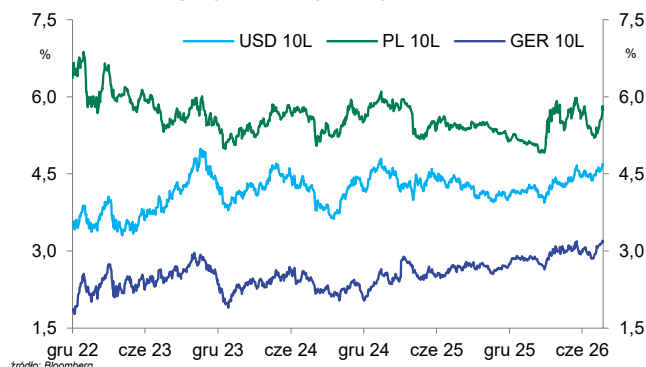
Uczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



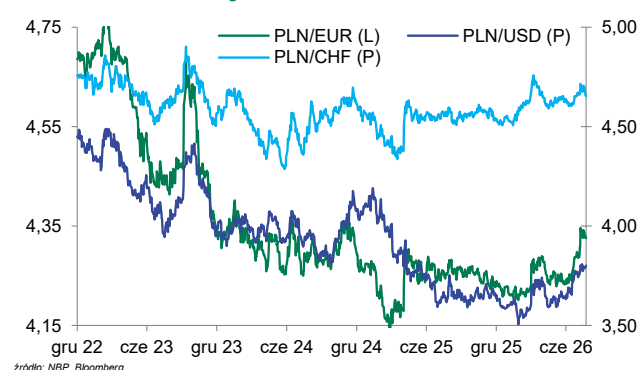
Krentowności obligacji skarbowych - Polska



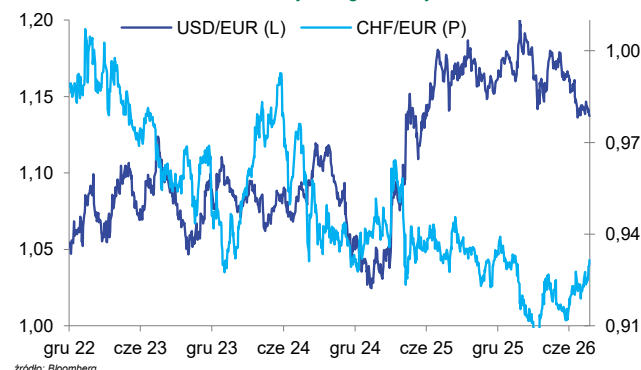
Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



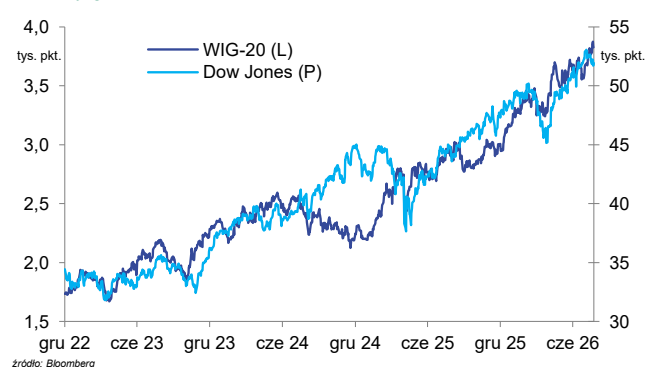
Notowania kursu złotego



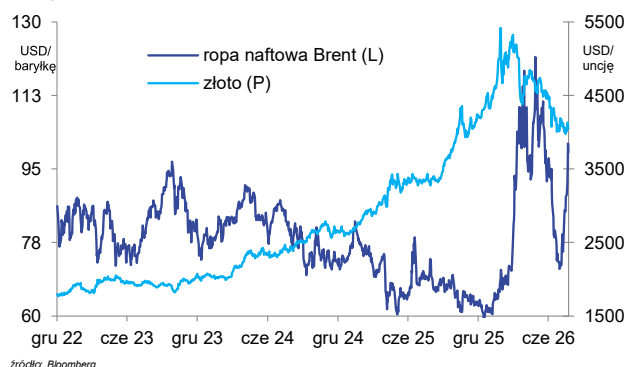
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

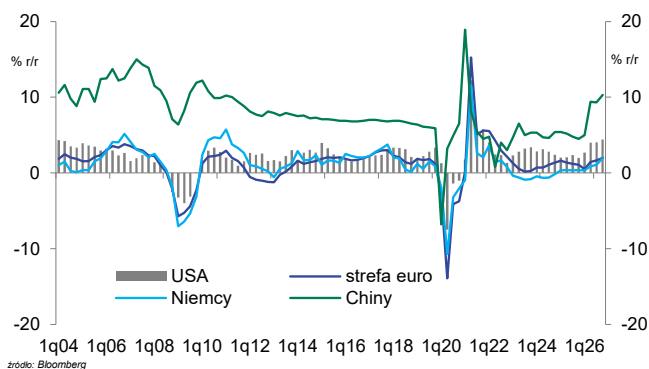


Ceny surowców

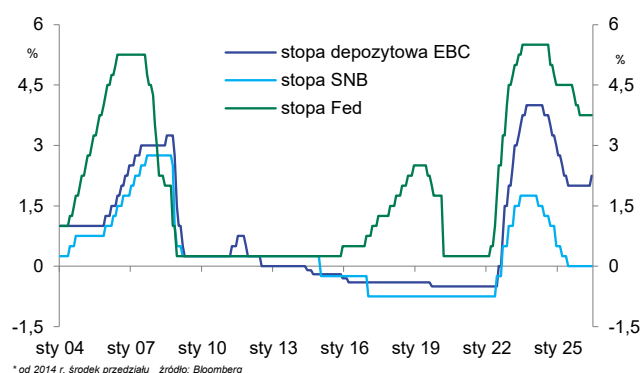


Sfera realna

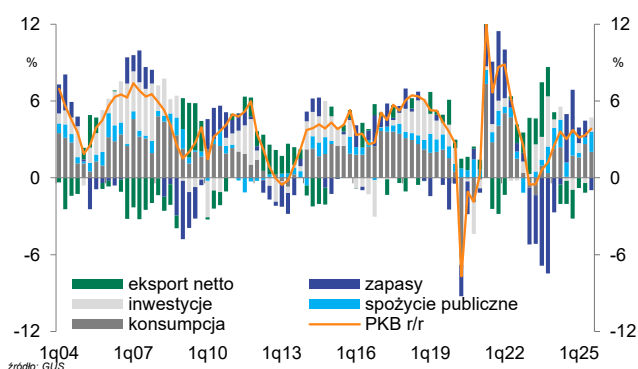
wzrost PKB za granicą



stopa procentowa za granicą



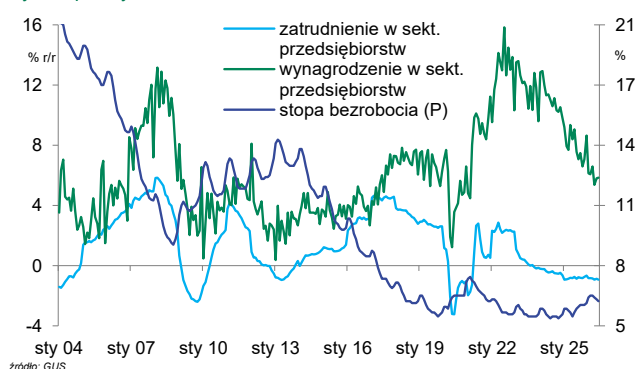
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



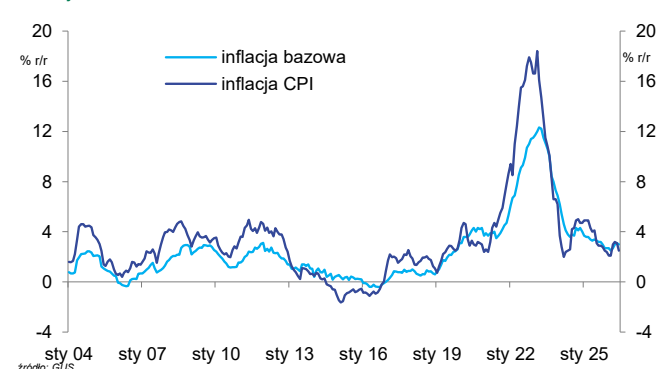
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



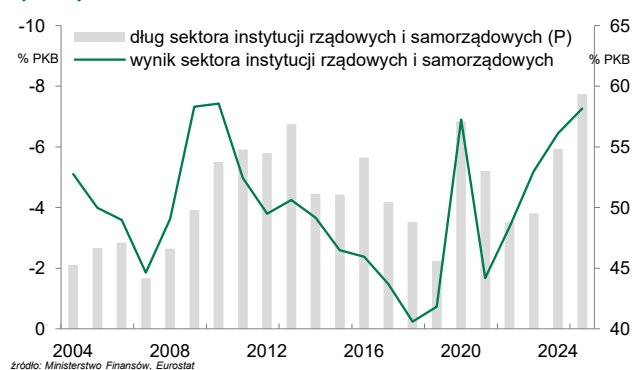
rynek pracy



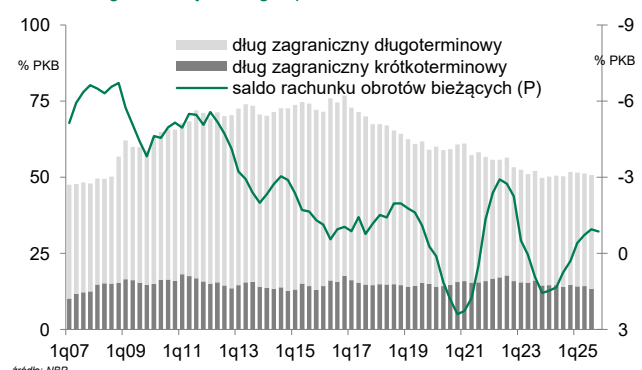
inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2026	17.07.2026	24.07.2026	31.08.2026	30.09.2026	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	3,82	3,79	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,83	3,80	3,88	-	-	-
FRA 6x9	%	3,82	3,85	4,13	-	-	-
FRA 9x12	%	3,81	3,89	4,27	-	-	-
IRS 2L	%	3,87	3,99	4,28	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	4,17	4,46	-	-	-
IRS 10L	%	4,27	4,55	4,76	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,03	4,15	4,43	4,20	4,15	4,00
Obligacje skarbowe 5L	%	4,69	4,94	5,24	5,00	4,90	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,25	5,55	5,75	5,55	5,50	5,25
PLN/EUR	PLN	4,30	4,34	4,33	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,77	3,80	3,80	3,76	3,76	3,74
PLN/CHF	PLN	4,66	4,71	4,65	4,67	4,67	4,67
USD/EUR	USD	1,14	1,14	1,14	1,15	1,15	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	2,50	2,50
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,47	4,55	4,68	4,55	4,50	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,86	3,12	3,17	3,10	3,05	2,95

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 jakiejkolwiek 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.