Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

1 czerwca 2026

Falujące nadzieje na ostateczne zawarcie porozumienia USA – Iran. Niższa inflacja w maju sprzyja utrzymaniu stóp NBP bez zmian.

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

- Miniony tydzień przyniósł kontynuację poprawy nastrojów rynkowych w oczekiwaniu na zawarcie porozumienia pokojowego między USA a Iranem. Zwieńczeniem tych nadziei były informacje z końca minionego tygodnia, że negocjatorzy USA i Iranu zawarli kompromis w sprawie kształtu ram porozumienia (*memorandum of understanding*) o zakończeniu wojny. Najważniejsze punkty umowy to przedłużenie o 60 dni rozejmu oraz odblokowanie cieśniny Ormuz. Podczas rozejmu miałaby być wynegocjowana kwestia przyszłości irańskiego programu nuklearnego i sposobu utylizacji wzbogaconego uranu znajdującego w posiadaniu Iranu. W reakcji na te informacje pod koniec tygodnia pogłębił się spadek cen ropy naftowej Brent okresowo w okolice 90 USD/baryłkę (1-mies. kontrakt), indeksy akcji na wielu rynkach odnotowały nowe rekordy, rentowności obligacji skarbowych obniżyły się.

- Jednak w miniony weekend i na początku bieżącego tygodnia nadzieje ostudził dotychczasowy brak akceptacji porozumienia przez prezydenta Trumpa oraz weekendowe incydenty wojenne na Bliskim Wschodzie. W rezultacie bieżący tydzień rozpoczął się powrotem cen ropy Brent (kontrakty 1M) w okolice 95 USD, obniżeniem notowań akcji i wzrostem rentowności obligacji. Z drugiej strony bieżąca sytuacja pozostaje wyraźnie lepsza niż w I poł. maja, gdyż utrzymują się nadzieje na w miarę szybkie zawarcie porozumienia.

- Ubiegłotygodniowy wzrost nadziei na trwalsze obniżenie cen ropy naftowej poskutkował obniżeniem oczekiwań co do skali zacieśnienia polityki monetarnej przez Fed i EBC. W przypadku Fed obecnie rynek wycenia ryzyko podwyżki stóp o 25 pkt. baz. z prawdopodobieństwem ok. 60% wobec ok. 100% przed tygodniem. W przypadku EBC oczekiwania co do skali łącznej podwyżki stóp do końca roku obniżyły się z blisko trzech podwyżek po 25 pkt. baz. do dwóch. W tych warunkach rentowności obligacji na rynkach bazowych spadły o 12 pkt. baz. w przypadku 10-letnich papierów w USA i o 10 pkt. baz. w Niemczech. W rezultacie rentowności obniżyły się – kolejno do 4,44% i 2,94% - kontynuując trend oddalania się od szczytów notowanych w połowie maja.

- Ubiegłotygodniowa poprawa nastrojów znalazła też odzwierciedlenie w kontynuacji wzrostu notowań akcji. Indeks akcji MSCI World wzrósł w skali tygodnia o 1,2%, w USA o 1,5%, w strefie euro o 0,5%, a na rynkach wschodzących o 3,5%. Lepsze nastroje rynkowe nieznacznie osłabiły dolara w relacji do euro w okolice 1,167 dolara za euro.

- Opublikowane w minionym tygodniu dane z USA były raczej neutralne dla sytuacji rynkowej. Nie zaskoczyła skala wzrostu inflacji PCE (główny wskaźnik 3,8% r/r, bazowy: 3,3% r/r) choć trudno uznać ten wzrost za w pełni komfortowy. Nadal względnie solidnie wygląda aktywność gospodarcza w USA – z mocnymi kwietniowymi zamówieniami na dobra trwałe, obniżeniem szacunku PKB za I kw.

Klauzula poufności: BOŚ jawne

do 1,6% kw/kw SAAR i nieco słabszymi kwietniowymi wydatkami i dochodami Amerykanów.

- Ubiegłotygodniowa sytuacja na krajowym rynku finansowym wpisała się w globalną poprawę rynkową, niemniej lokalny czynnik – nieoczekiwany spadek inflacji CPI w maju - dodatkowo wzmocnił skalę spadku rentowności krajowych obligacji skarbowych.

- Opublikowany w ostatni piątek wstępny szacunek majowego wskaźnika CPI wskazał na jego spadek do 3,1% r/r wobec 3,2% w kwietniu oraz wobec oczekiwań rynkowych na skokowy wzrost do 3,7% r/r. Nasza prognoza na poziomie 3,4% r/r była najniższą na rynku. Za majową niespodzianką inflacyjną stoi wyraźny spadek cen żywności w maju (o 1% m/m). Jednocześnie według naszych szacunków w maju kontynuowany był wzrost inflacji bazowej do 3,2% r/r wobec 3,0% w kwietniu. Uniknięcie przekroczenia przez CPI poziomu 3,5%, tj. górnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu NBP, a nawet oddalenie się od tego poziomu, zdecydowanie ostudziło obawy rynkowe przed podwyższeniem stóp procentowych przez RPP. Funkcja reakcji RPP postrzegana jest bowiem jako wysoce adaptacyjna i powszechnie uważa się, że bieżący poziom inflacji ma bardzo istotne znaczenie dla decyzji RPP.

- W reakcji na wynik majowej inflacji kontrakty FRA dot. stawki WIBOR 3M za 6 miesięcy spadły o kilkanaście pkt baz., a w skali całego tygodnia o 20 pkt. baz. i obecnie rynek wycenia w pełni jedną podwyżkę stóp NBP o 25 pkt. baz. wobec oczekiwanych trzech podwyżek w połowie maja. Podobnie jak kontrakty FRA, także kontrakty IRS wyraźnie obniżyły się w skali tygodnia.

- Dzięki sprzyjającym warunkom na rynkach bazowych i pozytywnej krajowej niespodziance inflacyjnej skokowo obniżyły się rentowności złotowych obligacji skarbowych. W skali tygodnia rentowności 10-letnich papierów spadły o 25 pkt. baz. do 5,57% (poziomu ostatnio notowanego przed ponad miesiącem) i o ok. 40 pkt. baz. poniżej majowego szczytu rentowności.

- Z kolei na krajowym rynku akcji zmiany indeksów były zbliżone do tych notowanych na głównych rynkach – WIG w skali tygodnia wzrósł o 1,4%. Kurs złotego utrzymał się poniżej 4,25 PLN/EUR, przy braku zmiany w relacji do koszyka walut.

- Z początkiem bieżącego tygodnia opublikowany został drugi szacunek PKB za I kw. wraz ze strukturą tworzenia, który wskazał na nieco wyższy wzrost PKB (3,5% r/r) wobec wstępnego szacunku (3,4% r/r). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami główną przyczyną słabszego wzrostu PKB w I kw. były słabsze inwestycje - głównie efekt niesprzyjających warunków atmosferycznych. Inwestycje powinny jednak wyraźnie przyspieszyć w kolejnych kwartałach za sprawą wydatkowania środków unijnych, sprzyjając przyspieszeniu dynamiki PKB w trakcie roku. Oczywiście przy założeniu bazowego scenariusza ostatecznego zażegnania konfliktu na Bliskim Wschodzie i obniżenia cen surowców. Publikacja PKB nie zaskoczyła, więc powinna mieć ograniczony wpływ na krajową sytuację rynkową.

- Bieżący tydzień będzie na wielu rynkach krótszy ze względu na czwartkowe Święto Bożego Ciała. Prawdopodobnie z tego powodu czerwcowe posiedzenie RPP zostało ustalone nietypowo na poniedziałek i wtorek (1 - 2 czerwca). Decyzja RPP o utrzymaniu stabilnych stóp wydaje się przesądzona wobec obniżenia

majowego wskaźnika CPI, słabszych kwietniowych danych z krajowego rynku pracy oraz wzrostu oczekiwań na zawarcie porozumienia USA – Iran wraz z obniżeniem cen ropy naftowej. Tradycyjnie uwaga rynkowa będzie skupiona na konferencji prasowej prezesa NBP. Rynek będzie oczekiwał po środowej konferencji potwierdzenia oczekiwań, że ryzyko podwyżek stóp w najbliższym czasie obniżyło się, po pewnym zaostrzeniu przekazu prezesa NBP przed miesiącem.

- Na rynku światowym z zaplanowanych na bieżący tydzień publikacji danych najistotniejsze będą majowe wyniki aktywności na amerykańskim rynku pracy, a także indeksy koniunktury ISM w USA w maju. Generalnie ostatnie dane z gospodarki USA wyróżniały się pozytywnie na tle innych największych gospodarek.

- Nadal kluczowym czynnikiem rynkowym będzie ostateczny los porozumienia między USA a Iranem i to na ile prawdopodobne okaże udrożnienie szlaków handlowych w cieśninie Ormuz. Po ostatniej poprawie nastrojów rynkowych brak rozstrzygnięć w bieżącym tygodniu przyniósłby zapewne pogłębienie negatywnej korekty, którą obserwujemy obecnie.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (1-2 czerwca)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 3,75%.

Decyzja RPP o utrzymaniu stabilnych stóp wydaje się przesądzona wobec obniżenia majowego wskaźnika CPI, słabszych kwietniowych danych z krajowego rynku pracy oraz wzrostu oczekiwań na zawarcie porozumienia USA – Iran wraz z obniżeniem cen ropy naftowej. Tradycyjnie uwaga rynkowa będzie skupiona na konferencji prasowej prezesa NBP. Rynek będzie oczekiwał po środowej konferencji potwierdzenia oczekiwań co do spadku ryzyka podwyżek w krótkim okresie po pewnym zaostrzeniu przekazu prezesa NBP przed miesiącem.

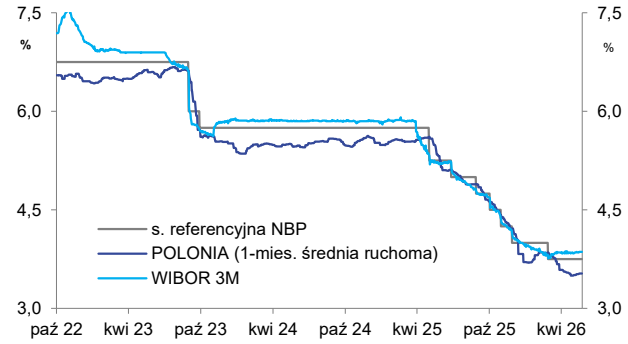
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 1 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	maj	52,7 pkt.	53,1 pkt.	-
wtorek 2 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	maj	3,0% r/r	3,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	maj	2,2% r/r	2,2% r/r	-
-	**PL**	**Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych**	**maj**	**3,75% (ref)**	**3,75% (ref)**	**3,75% (ref)**
16:00	**PL**	**Komunikat po posiedzeniu RPP**	**maj**	**-**	**-**	**-**
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	kwi	6 866 tys.	6 860 tys.	-
środa 3 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	maj	52,6 pkt.	52,0 pkt.	-
15:00	**PL**	**Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP**	**cze**	**-**	**-**	**-**
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	maj	53,6 pkt.	53,7 pkt.	-
czwartek 4 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	kwi	-0,1% m/m	-0,3% m/m	-
piątek 5 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
11:00	EMU	Dynamika PKB (ost.)	I kw.	0,2% kw/kw (I rew.)	-	-
14:00	**PL**	**Publikacja protokołu z majowego posiedzenia RPP**	**maj**	**-**	**-**	**-**
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	maj	115,0 tys.	65,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	maj	4,3%	4,3%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	maj	3,6% r/r	3,8% r/r	-
poniedziałek 8 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	kwi	5,0% m/m	1,0% m/m	-

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

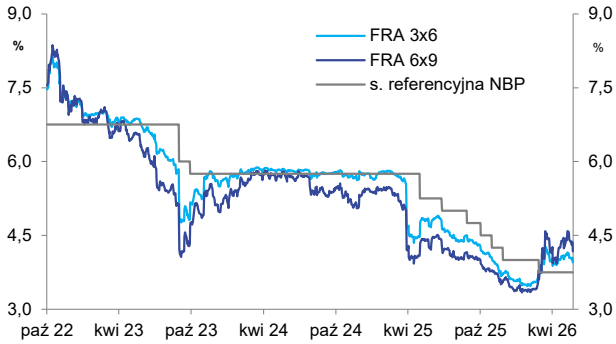
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



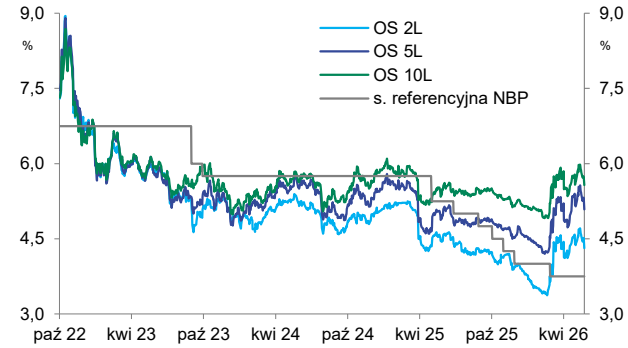
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



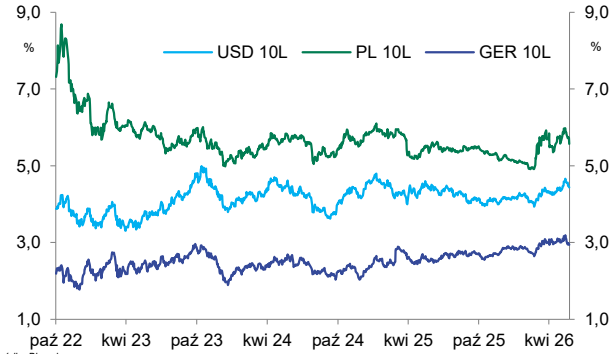
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



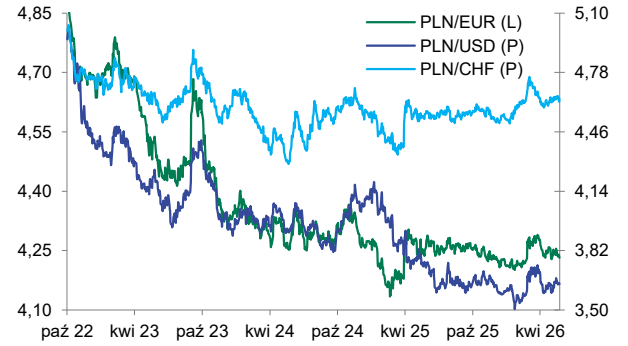
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



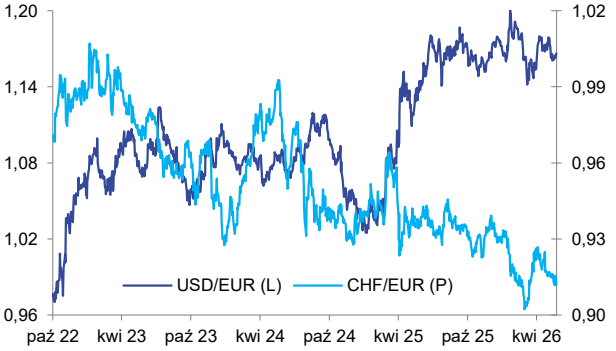
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



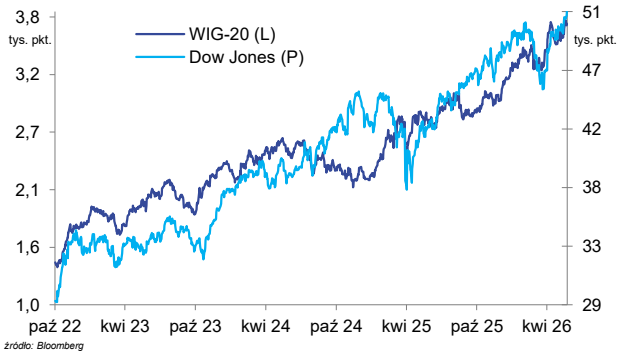
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



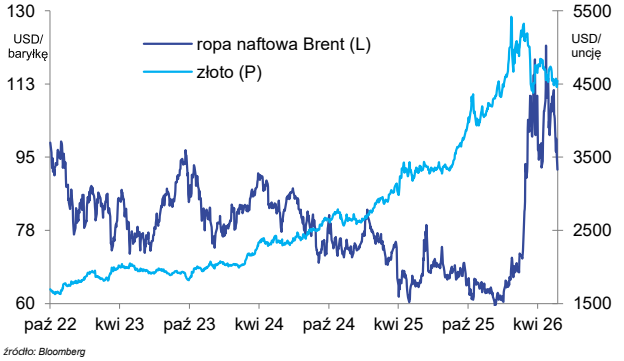
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

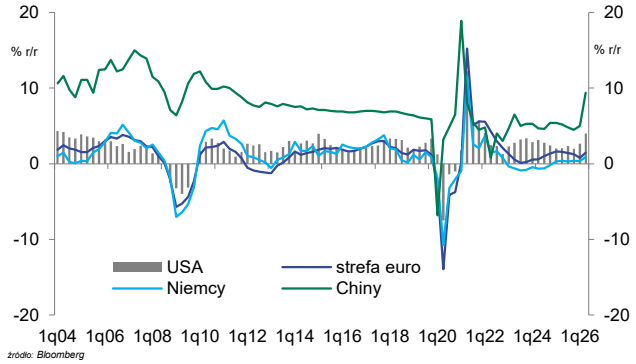
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

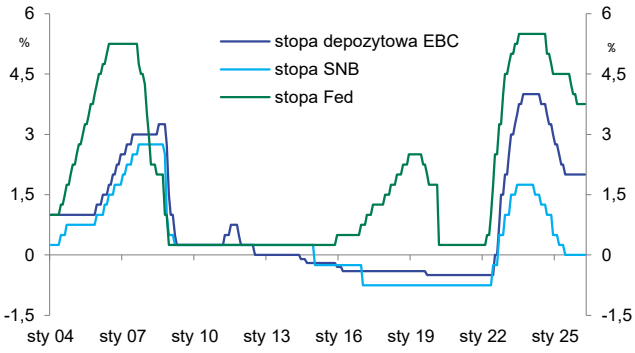
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



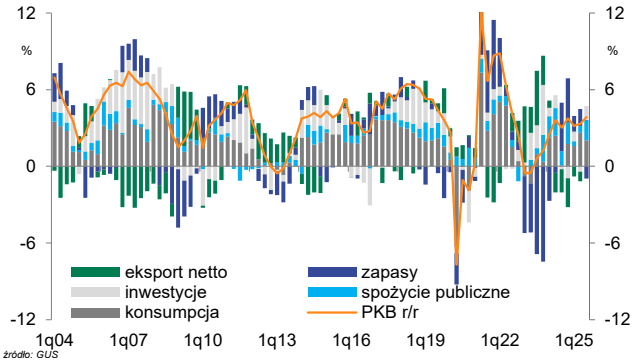
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



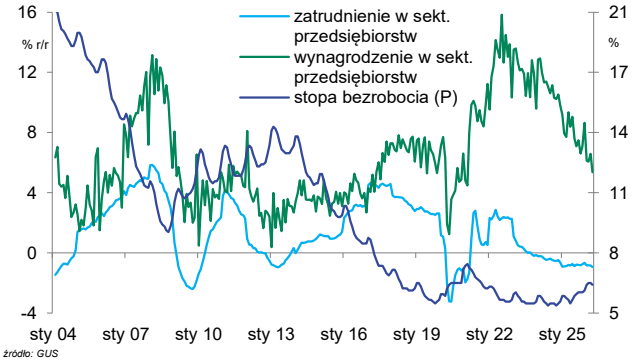
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



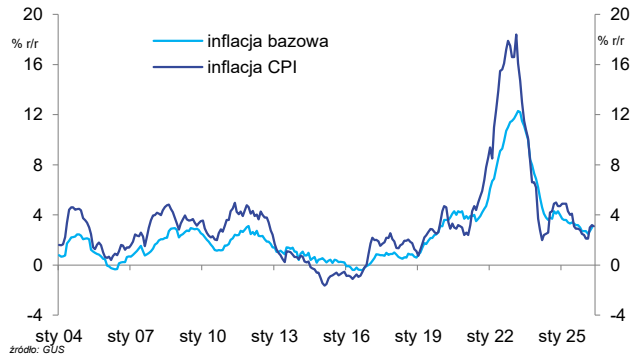
źródło: GUS

Rynek pracy



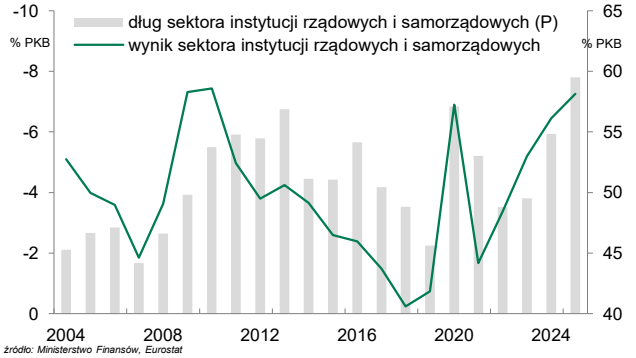
źródło: GUS

Inflacja



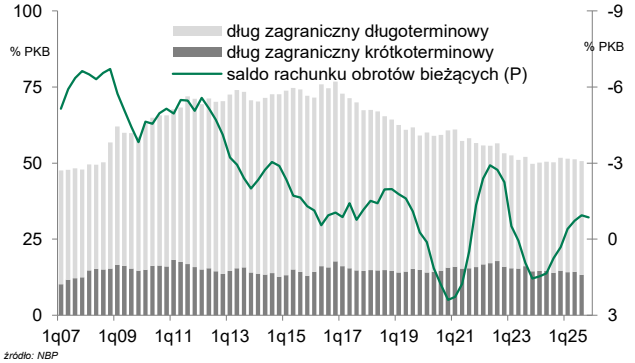
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2026	22.05.2026	29.05.2026	30.06.2026	31.07.2026	30.09.2026
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	%	3,84	3,86	3,86	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,08	4,04	3,95	-	-	-
FRA 6x9	%	4,39	4,38	4,18	-	-	-
FRA 9x12	%	4,60	4,63	4,35	-	-	-
IRS 2L	%	4,48	4,51	4,31	-	-	-
IRS 5L	%	4,59	4,65	4,44	-	-	-
IRS 10L	%	4,81	4,89	4,68	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,53	4,55	4,31	4,35	4,25	4,05
Obligacje skarbowe 5L	%	5,33	5,38	5,08	5,25	5,10	4,90
Obligacje skarbowe 10L	%	5,72	5,82	5,57	5,60	5,50	5,30
PLN/EUR	PLN	4,26	4,25	4,23	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,65	3,66	3,64	3,65	3,65	3,66
PLN/CHF	PLN	4,62	4,65	4,64	4,64	4,64	4,63
USD/EUR	USD	1,17	1,16	1,17	1,17	1,17	1,16
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,37	4,56	4,44	4,40	4,35	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,03	3,04	2,94	3,05	3,00	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 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.