

KOMENTARZ TYGODNIOWY

23 czerwca 2025

Stonowana reakcja rynkowa na dalszy wzrost ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie. Fed nie zmienił stóp, SNB powrócił do zerowej stopy.

- Sytuacja rynkowa w minionym tygodniu pozostawała pod wpływem podwyższonego ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie w wyniku konfliktu między Izraelem a Iranem. Rynki wyczekiwały na dalszy rozwój sytuacji i on nastąpił w ostatni weekend, kiedy to siły powietrzne USA zbombardowały trzy obiekty nuklearne w Iranie. Według USA zakłady zostały zniszczone, a możliwości Iranu produkcji broni nuklearnej znacząco ograniczone. Iran zagroził odwetem.
- Pomimo podwyższonego ryzyka geopolitycznego i obaw przed kryzysem naftowym sytuacja rynkowa zarówno w minionym tygodniu, jak i z początkiem tego tygodnia pozostała względnie stabilna.
- Wyższe obawy o zapewnienie ciągłości dostaw ropy naftowej (przez Cieśninę Ormuz kontrolowaną przez Iran transportowane jest blisko 20% dziennego globalnego eksportu naftowej) spowodowały w minionym tygodniu dalszy wzrost ceny ropy Brent do 77 dolarów za baryłkę, co oznacza 4-proc. w skali tygodnia oraz 20-proc. od początku czerwca, jednak nadal bieżący poziom cen surowca pozostaje daleki od poziomów kryzysowych.
- Podwyższona niepewność na rynkach poskutkowała dalszym lekkim obniżeniem notowań akcji. W skali minionego tygodnia globalny indeks akcji MSCI obniżył się o 0,3%, w USA spadek wyniósł 0,1%, a w strefie euro o 1,1%.
- Na bazowych rynkach obligacji w zdarzeniu przeciwstawnych sił – wzrostu ryzyka inflacyjnego w warunkach wyższych cen ropy naftowej (działający w kierunku wyższych rentowności obligacji) i wzrostu globalnej awersji do ryzyka (działający w kierunku niższych rentowności obligacji na rynkach bazowych), lekko górę wzięła awersja do ryzyka, skutkując lekkim obniżeniem rentowności obligacji w skali tygodnia. Rentowności obligacji 10-letnich w USA obniżyły się w skali tygodnia o 2 pkt. baz. (do 4,38%) i o 1 pkt. baz. (do 2,52%) w Niemczech.
- Bez większego wpływu na rynek przeszło [posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed](#), podczas którego zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami komitet pozostawił stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Z pozostałych decyzji – Narodowy Bank Szwajcarii obniżył stopy procentowe do zera, zaś Bank Anglii utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie.
- Kurs dolara przez miniony tydzień oscylował wokół poziomu 1,15 dolara za euro. Wzrost cen ropy naftowej (czynnik co do zasady wzmacniający dolara w związku z tym, że USA są istotnym eksporterem netto surowca) i prawdopodobnie efekt wzrostu awersji do ryzyka przyczyniły się do wyhamowania trendu deprecjacyjnego dolara obserwowanego we wcześniejszych tygodniach. W skali całego minionego tygodnia dolar lekko umocnił się w relacji do koszyka walut o 0,4% i zakończył tydzień nieco powyżej poziomu 1,153 dolara za euro. Z początkiem bieżącego tygodnia dolar ponownie umocnił się w kierunku poziomu 1,15 USD/EUR.

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

- Z publikacji danych makroekonomicznych ubiegły tydzień przyniósł comiesięczne dane z gospodarki chińskiej (za maj), z solidnymi wynikami produkcji przemysłu (wciąż efekt wzrostu eksportu) i sprzedaży detalicznej (efekt publicznego programu prokonsumpcyjnego), przy słabszej dynamice inwestycji (wypadkowej solidnego wzrostu inwestycji infrastrukturalnych i utrzymującej się dekonunktury na rynku mieszkaniowym). Z kolei majowe dane z USA nt. produkcji i sprzedaży detalicznej okazały się nieco słabsze od oczekiwań i wpisały się w scenariusz postępującego stopniowo osłabienia aktywności gospodarki USA.
- Globalny wątek handlowy pozostawał na dalszym planie wobec wzrostu ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie.
- Notowania krajowych aktywów finansowych w minionym krótszym świątecznym tygodniu generalnie pozostawały pod wpływem sytuacji na globalnym rynku. Globalna niepewność ciążyła na krajowym aktywie, niemniej nie była ona na tyle istotna by znacząco wpłynąć na notowania krajowych instrumentów.
- Wśród poszczególnych klas aktywów największą zmianę odnotowały obligacje skarbowe, na które wpływał zarówno wzrost awersji do ryzyka, jak i wzrost ryzyka wyższej inflacji w wyniku wzrostu cen ropy naftowej. W efekcie rentowności krajowych papierów wzrosły na całej długości krzywej dochodowości, w tym rentowności obligacji 10-letnich wzrosły o 6 pkt. baz. do 5,62%.
- W przypadku notowań akcji i kursu złotego miniony tydzień przyniósł nawet lekkie pozytywne odreagowanie (+1% wzrostu WIG, +0,1% wzrostu kursu złotego w relacji do koszyka walut), niemniej był to głównie efekt niższej bazy odniesienia z piątku 13.06, kiedy to na rynkach skokowo wzrosła awersja do ryzyka bezpośrednio po pierwszym ataku Izraela na Iran. Początek bieżącego tygodnia przyniósł powrót spadków na warszawskiej giełdzie i osłabienie złotego w kierunku 4,28 PLN/EUR i 3,73 PLN/USD.
- W bieżącym tygodniu na pierwszym planie pozostaje konflikt Iran – Izrael. Wobec skomplikowanej sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie trudno o prognozę rozwoju sytuacji. Z wątków geopolitycznych istotne będzie to, jak na uderzenie USA zareaguje Iran i czy dojdzie do dalszej eskalacji działań wojskowych USA oraz jak na to zareagują pozostałe mocarstwa światowe (Chiny, Rosja). Z ekonomicznego punktu widzenia kluczową kwestią pozostaje ciągłość dostaw ropy naftowej przez Cieśninę Ormuz. W weekend parlament Iranu wezwał do zamknięcia cieśniny, ale ostateczną decyzję podejmie Najwyższa Rada Bezpieczeństwa Narodowego Iranu. Według ośrodków zewnętrznych zamknięcie cieśniny Ormuz mogłoby skutkować wzrostem cen ropy do ok. 120 dolarów za baryłkę.
- Poza wątkiem geopolitycznym w tym tygodniu oczekiwana jest seria wystąpień przedstawicieli Fed i EBC oraz publikacja danych inflacyjnych PCE oraz dochodów i wydatków konsumentów w maju w USA.
- W Polsce początek bieżącego tygodnia przyniósł publikację majowych danych nt. rynku pracy, produkcji przemysłu i budownictwa, a w kolejnych dniach poznamy jeszcze sprzedaż detaliczną i stopę bezrobocia. Z początkiem kolejnego tygodnia GUS opublikuje wstępny szacunek *flash* wskaźnika inflacji CPI. Wstępnie szacujemy wynik w okolicach 4,0% r/r, tj. bez zmian wobec maja.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w czerwcu – szacunek *flash* (30 czerwca)**

Szacujemy wstępnie, że w czerwcu wskaźnik inflacji CPI ukształtował się w przedziale 3,9% – 4,1% r/r wobec 4,0% r/r w maju. Oceniamy, że w czerwcu w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał wzrost rocznej dynamiki cen paliw (efekt bardzo niskiej bazy odniesienia sprzed roku w czerwcu, pomimo iż w czerwcu br. ceny paliw spadły), z kolei w przeciwnym kierunku – obniżenie dynamiki cen żywności (tu z kolei wysoka baza odniesienia sprzed roku). Według naszych szacunków nośniki energii i inflacja bazowa były neutralne dla CPI w czerwcu.

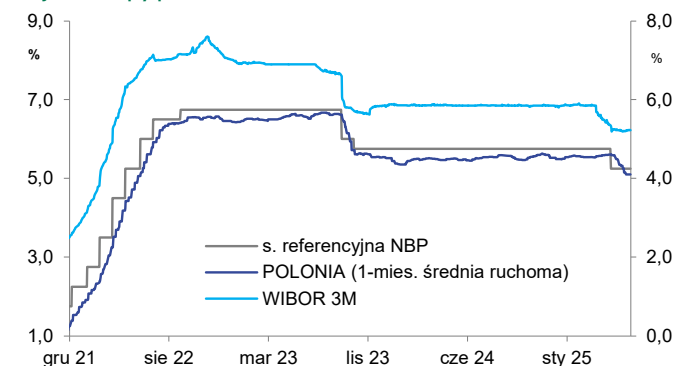
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 24 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	maj	7,6% r/r	4,3% r/r	4,3% r/r
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	maj	87,5 pkt.	88,2 pkt.	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	maj	10,4% r/r	10,2% r/r	10,0% r/r
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	cze	6,50%	6,50%	-
16:00	US	Prezes Fed przedstawi półroczny raport nt. polityki monetarnej przed Izbą Reprez.	cze	-	-	-
środa 25 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	maj	5,2%	5,0%	5,0%
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	cze	3,50%	3,50%	-
16:00	US	Prezes Fed przedstawi półroczny raport nt. polityki monetarnej przed Senatem	cze	-	-	-
czwartek 26 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana PKB (ost.)	I kw.	-0,2%kw/kw (II szac.)	-0,2% kw/kw	-
20:30	EMU	Wystąpienie publiczne prezes ECB Christine Lagarde	cze	-	-	-
piątek 27 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Wskaźnik inflacji PCE	maj	2,1% m/m	2,2% m/m	-
16:00	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	maj	2,5% m/m	2,5% m/m	-
16:00	US	Dochody gospodarstw domowych	maj	0,8% r/r	0,2% r/r	-
16:00	US	Wydatki gospodarstw domowych	maj	0,2% r/r	0,2% r/r	-
poniedziałek 30 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	cze	49,5 pkt.	-	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	cze	50,3 pkt.	-	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	cze	4,0% r/r	-	4,0% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

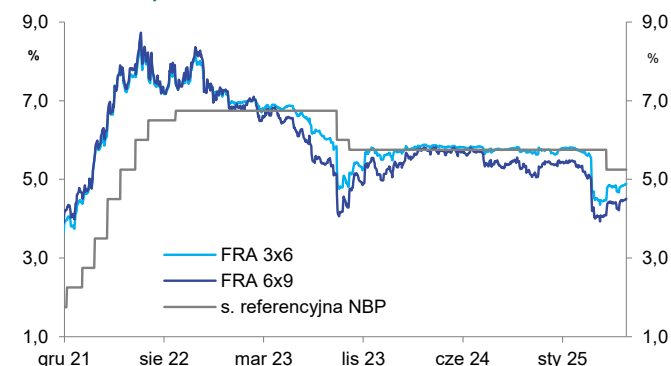
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



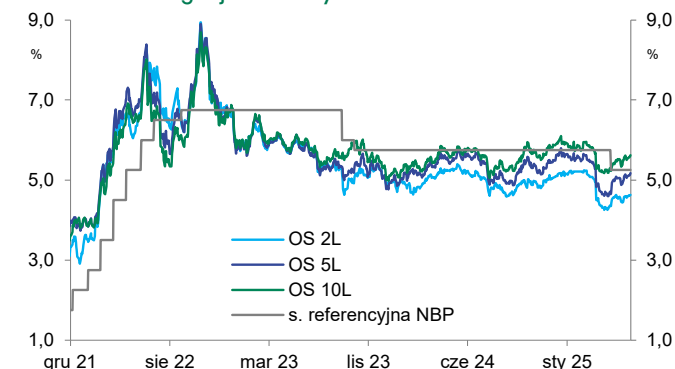
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



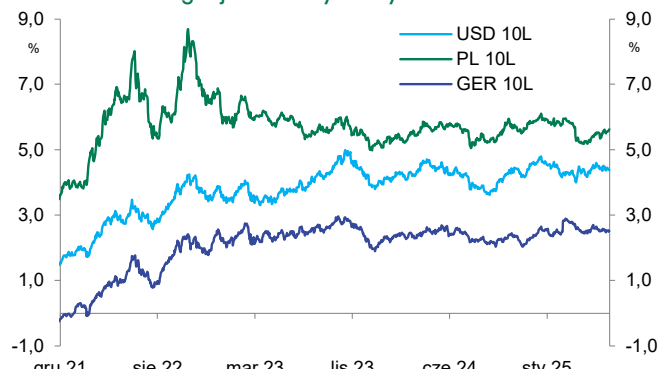
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



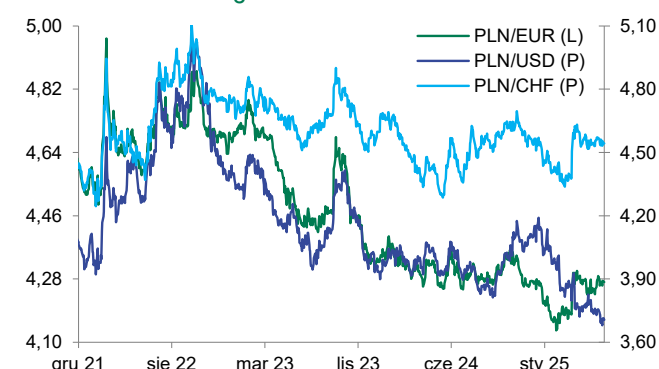
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



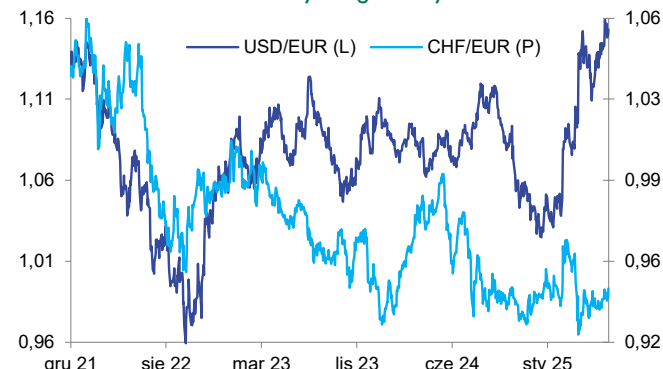
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



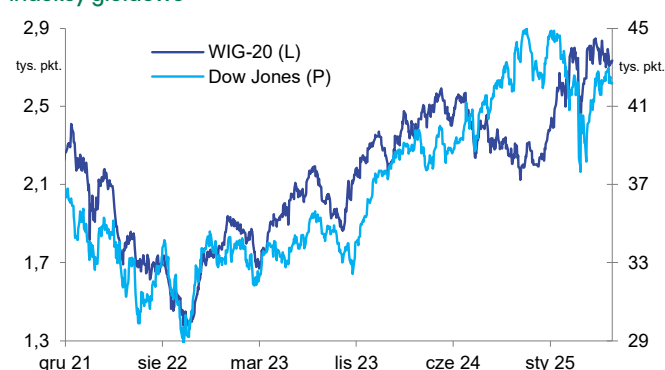
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



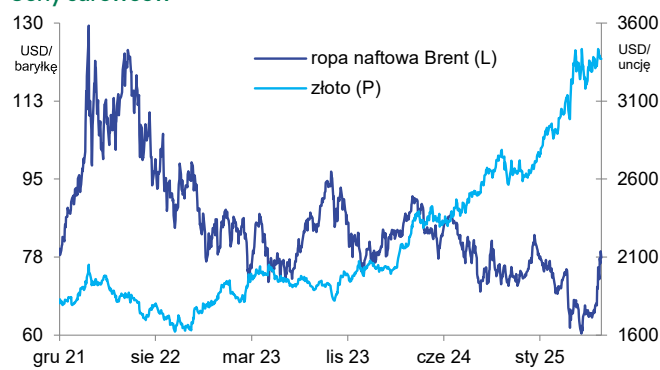
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



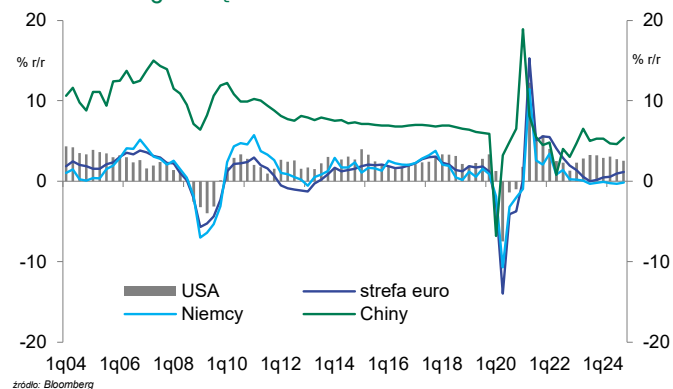
źródło: Bloomberg

2025-06-23

Klauzula poufności: BOŚ jawne

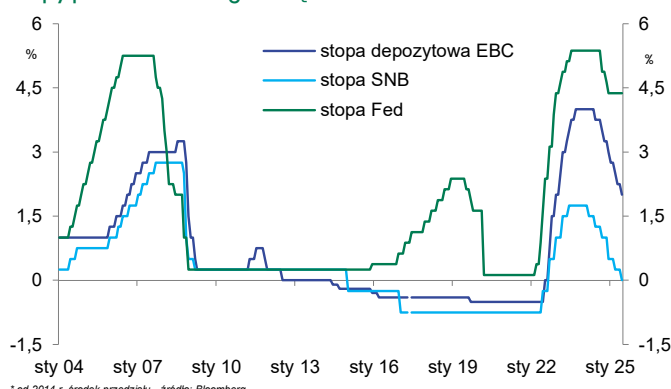
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



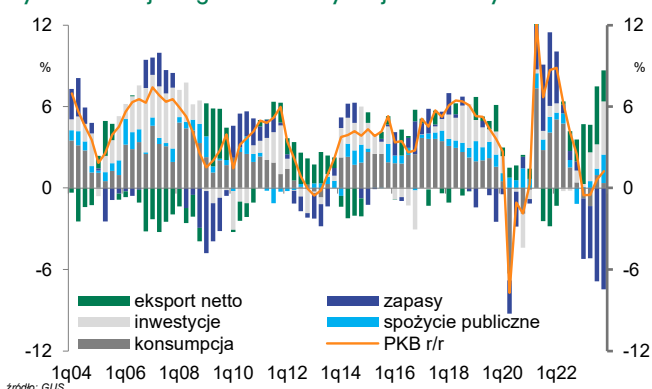
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



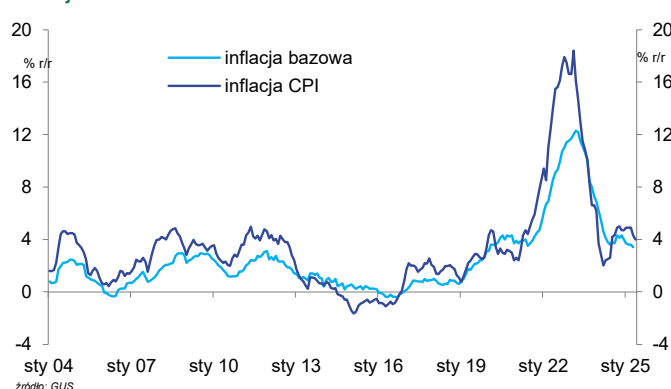
źródło: GUS

Rynek pracy



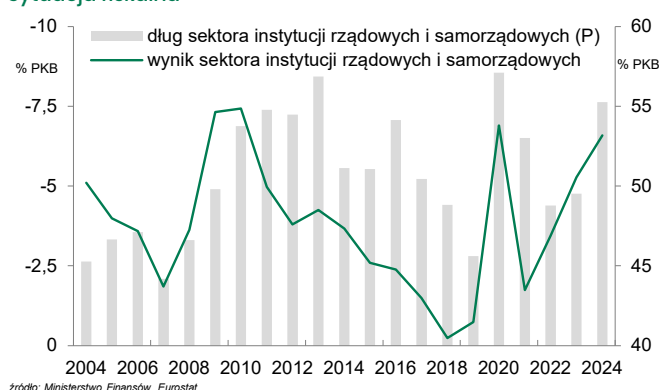
źródło: GUS

Inflacja



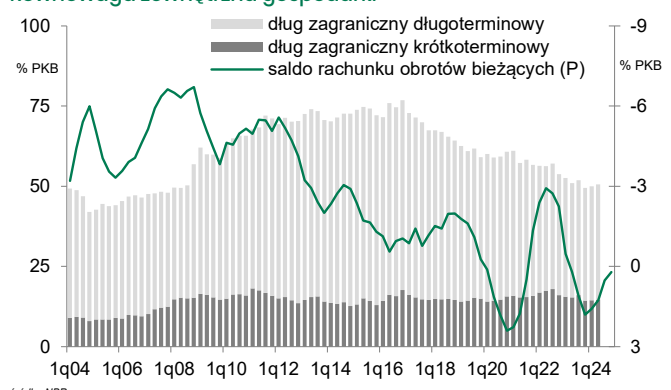
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2025	13.06.2025	20.06.2025	31.07.2025	31.08.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50
Stopa referencyjna NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00
Stopa depozytowa NBP	%	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50
WIBOR 3M	%	5,22	5,22	5,22	5,25	5,20	5,05
FRA 3x6	%	4,69	4,84	4,89	-	-	-
FRA 6x9	%	4,25	4,46	4,51	-	-	-
FRA 9x12	%	3,92	4,17	4,26	-	-	-
IRS 2L	%	4,18	4,39	4,48	-	-	-
IRS 5L	%	4,11	4,34	4,45	-	-	-
IRS 10L	%	4,46	4,66	4,76	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,46	4,60	4,63	4,50	4,50	4,45
Obligacje skarbowe 5L	%	4,88	5,10	5,17	5,00	5,00	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,34	5,54	5,62	5,50	5,45	5,40
PLN/EUR	PLN	4,25	4,27	4,27	4,27	4,27	4,28
PLN/USD	PLN	3,75	3,71	3,71	3,73	3,75	3,77
PLN/CHF	PLN	4,56	4,56	4,54	4,57	4,57	4,55
USD/EUR	USD	1,14	1,16	1,15	1,15	1,14	1,14
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,40	4,40	4,38	4,35	4,30	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,50	2,53	2,52	2,50	2,45	2,40

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.