

KOMENTARZ TYGODNIOWY

22 czerwca 2026

Porozumienie między USA a Iranem zawarte, ale wyzwań nie brakuje. „Jastrzębi” Fed. Uspakajające dane z polskiej gospodarki.

- Podpisanie ram porozumienia pokojowego (*memorandum of understanding*) między USA i Iranem oraz pierwsze oznaki udrażniania cieśniny Ormuz, przez którą w ostatnich dniach przepłynęło kilkadziesiąt statków, spowodowały w minionym tygodniu dalszy spadek cen ropy naftowej i gazu. Choć niższe ceny surowców były pozytywnym impulsem dla rynków finansowych, to optymizm rynkowy tonowany był przez odebrany przez rynki jako „jastrzębi” przekaz prezesa Fed i FOMC po ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed. Z początkiem bieżącego tygodnia nie pomagały też weekendowe informacje (walki w Libanie, komunikaty o przywróceniu blokady Ormuz przez Iran), które wskazały, że pomimo prowadzonych w Szwajcarii negocjacji, droga do podpisania ostatecznego porozumienia pokojowego będzie wyboista.
- 14 - punktowe wstępne porozumienie podpisane 18 czerwca przez przewodców USA i Iranu przewiduje m.in. wstrzymanie wszelkich działań wojskowych na wszystkich frontach w tym w Libanie, rozpoczęcie zniesienia blokady morskiej do pełnego odblokowania w terminie 30 dni, zaprzestanie przez Iran rozwoju programu nuklearnego, docelowe zniesienie sankcji USA wobec Iranu, odmrożenie zablokowanych aktywów Iranu. Uzgodniono, że w terminie 60 dni wynegocjowane zostanie ostateczne porozumienie pokojowe, które zawierać będzie m.in. rozstrzygnięcie dot. losów wzbogaconego uranu posiadanego przez Iran
- Reakcją rynkową na podpisanie porozumienia był dalszy spadek cen paliw. Cena ropy Brent w kontraktach 1M obniżyła się w okolice 80 dolarów za baryłkę (tj. o 10% w skali tygodnia), w podobnej procentowej skali spały też ceny gazu w kontraktach 1M na giełdzie TTF oraz ceny oleju napędowego w portach europejskich.
- Pozytywny wpływ tych wydarzeń na rynki finansowe okazał się jednak ograniczony. Przyczyniła się do tego po pierwsze niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji, a po drugie – przekaz nowego prezesa Fed Kevina Warsha po [ubiegłotygodniowym posiedzeniu FOMC](#), który został odebrany przez rynki jako „jastrzębi”.
- Ubiegłotygodniowe utrzymanie przez Komitet Otwartego Rynku Fed (FOMC) stóp procentowych na dotychczasowym poziomie, w tym stopy funduszy federalnych w przedziale 3,50% – 3,75% było powszechnie oczekiwane. Natomiast w centrum uwagi była pierwsza konferencja prasowa nowego prezesa Fed Kevina Warsha. Generalnie przekaz prezesa Fed i wyniki najnowszej projekcji członków FOMC (9 z 18 członków wskazało na scenariusz podwyższenia stóp procentowych w tym roku) poskutkowało wzrostem oczekiwań rynkowych na podwyżkę stóp Fed. Rynek dyskontuje obecnie w pełni podwyżkę stóp Fed o 25 pkt. baz. do października br. Ponadto Kevin Warsh zasygnalizował zamiar wprowadzenia szeregu zmian w funkcjonowaniu FOMC i prowadzeniu polityki

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

monetarnej. Zapowiedział m.in., że zamierza powołać pięć zespołów do pracy nad zmianami w kluczowych, jego zdaniem, obszarach: komunikacji Fed, bilansie Fed, źródłach danych, wydajności pracy i zatrudnieniu w gospodarce, a także ram inflacyjnych.

- Wypadkową reakcji rynkowej na spadek ryzyka geopolitycznego i „jastrzębi” przekaz Fed były w minionym tygodniu wzrosty notowań aktywów na większości rynków akcji, lekkie obniżenie rentowności papierów skarbowych oraz umocnienie dolara.
- W minionym tygodniu globalny indeks akcji MSCI wzrósł o 1,1%, indeks dla USA wzrósł o 1%, dla strefy euro o 1,5%, a dla rynków wschodzących o 4,2%, natomiast skala wzrostu zmalała w reakcji na ostrzejszy od oczekiwań rynkowych przekaz po posiedzeniu FOMC.
- Rentowności obligacji na rynkach bazowych obniżyły się w trakcie minionego tygodnia w ślad za spadającymi cenami ropy naftowej, natomiast w końcówce tygodnia skala początkowego spadku uległa ograniczeniu. Ostatecznie w skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich obniżyły się symbolicznie – w USA o 3 pkt. baz. do 4,45%, a w Niemczech o 1 pkt. baz. do 2,98%. Na rynku amerykańskim „jastrzębi” przekaz Fed spowodował wzrost rentowności papierów krótkoterminowych, co poskutkowało wypłaszczeniem krzywej dochodowości obligacji.
- Choć potencjalny spadek ryzyka geopolitycznego i obniżenie cen ropy mogłoby osłabiać dolara, niemniej krótkoterminowy efekt bardziej konserwatywnego przekazu FOMC sprzyjał umocnieniu dolara. W skali tygodnia dolar zyskał 0,7% w relacji do koszyka walut. W relacji do euro kurs dolara umocnił się poniżej poziomu 1,15 USD/EUR.
- Krajowy rynek finansowy pozostawał w minionym tygodniu pod wpływem zagranicy. Jednocześnie przy wygasaniu pozytywnego wpływu na globalny rynek podpisania wstępnego porozumienia USA-Iran, zmiany notowań aktywów na krajowym rynku nie były jednoznaczne.
- Z jednej strony w skali tygodnia krajowy rynek obligacji pogłębił spadek rentowności obligacji skarbowych. Rentowności obligacji 10-letnich spadły o kolejne 12 pkt. baz. do 5,43%. W podobnej skali spadło oprocentowanie kontraktów IRS. Natomiast już na rynku akcji i w przypadku kursu złotego miało miejsce osłabienie notowań rodzimych aktywów. WIG spadł w skali tygodnia o 1%, a złoty osłabił się w relacji do koszyka walut 0,6% – do 4,26 PLN/EUR i powyżej 3,71 PLN/USD.
- Opublikowane pod koniec minionego tygodnia i na początku bieżącego tygodnia majowe dane dot. sfery realnej polskiej gospodarki lekko uspokoiły, po tym jak wyniki z poprzednich miesięcy generalnie raczej rozczarowywały.
- Wyniki z rynku pracy po raz pierwszy od kilku miesięcy nie zaskoczyły in minus, ze zgodnym z oczekiwaniami poziomem [zatrudnienia i dynamiką płac](#). [Produkcja przemysłowa](#) i [budowlana](#) w maju także zaskoczyła lekko in plus. W tych danych widać pozytywny efekt kontynuacji odreagowania produkcji budowlanej i przemysłowej z obszaru produkcji materiałów budowlanych po tąpnięciu z początkiem roku w warunkach ostrej zimy. Jednocześnie widoczny jest pozytywny efekt postępującego wzrostu wydatkowania środków z UE, w tym z KPO. Jedyne majowa [sprzedaż detaliczna](#) okazała się nieco niższa od

oczekiwań, natomiast w tym wypadku uspakaja struktura danych, gdyż słabszy od oczekiwań wynik był efektem osłabienia sprzedaży żywności i paliw.

- Po tym jak ostatecznie nadszedł długo oczekiwany moment podpisania wstępnego porozumienia między USA i Iranem sytuacja na rynkach surowcowych ma potencjał do dalszego stabilizowania się zgodnie z bazowym scenariuszem. Jednocześnie, ze względu na stopniowy proces udrażniania cieśniny kilkunastomiesięczny proces odbudowy uszkodzonych instalacji przestrzeń do dalszego spadku cen surowców w krótkim okresie wydaje się ograniczona. Co więcej ze względu na ryzyko nawrotu napięć w negocjacjach nad ostatecznym porozumieniem USA-Iran należy liczyć się z okresowymi nawrotami niepewności rynkowej oraz okresowym wzrostem cen surowców i negatywnego wpływu na rynki finansowe. Wśród spornych kwestii, które mogą skutkować impasem w negocjacjach wskazać można: kwestię negatywnego stosunku Izraela do porozumienia USA-Iran (Izrael nie jest stroną porozumienia) i w tym kontekście rozwoju sytuacji w Libanie (częściowo zajmowanym przez wojska Izraela), który jest częścią porozumienia USA-Iran, kwestię utylizacji irańskiego uranu, czy kwestię ewentualnych docelowych opłat za żeglugę przez cieśninę Ormuz.
- Przy założeniu, że choć z problemami, to jednak strony będą zmierzać do ostatecznego porozumienia, a żegluga przez cieśninę Ormuz będzie sukcesywnie przywracana, kwestia sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie powinna bardzo stopniowo schodzić na dalszy plan uwagi rynkowej. Probierzem czy faktycznie w tym kierunku zmierzamy będzie rozwój sytuacji geopolitycznej w najbliższych tygodniach.
- Jeśli tak będzie, na pierwszy plan powrócą dane makroekonomiczne, bo to przez ich pryzmat banki centralne będą postrzegać perspektywę polityki monetarnej, próbując ocenić z jednej strony ryzyka inflacyjne powstałe z marcowo-majowego wzrostu cen surowców, a z drugiej – łagodzący efekt poprawy sytuacji w ostatnich tygodniach i wynikające z całokształtu tych czynników efekty wtórne wzrostu cen dóbr i usług.
- W bieżącym tygodniu, w kontekście ostatniego posiedzenia Fed i przekazu prezesa Warsha eksponującego wagę danych makroekonomicznych dla Fed, bardzo istotne będą publikacje danych nt. inflacji PCE oraz dochodów i wydatków Amerykanów za maj.
- Z kolei w przypadku strefy euro, gdzie ryzyko osłabienia aktywności w reakcji na ostatni szok jest większe, oczekiwana będzie publikacja wstępnych szacunków indeksów koniunktury PMI oraz niemieckiego Ifo za czerwiec.
- Rynek wsłucha się też uważnie w dzisiejsze publiczne wystąpienie prezes EBC Christine Lagarde.

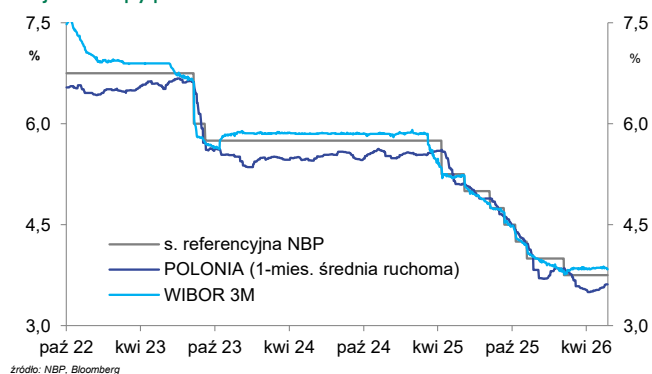
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 22 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
17:15	EMU	Wystąpienie publicznie prezes EBC podczas panelu dysk. w Brukseli	cze	-	-	-
wtorek 23 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	cze	50,1 pkt.	50,2 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	cze	48,1 pkt.	49,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	cze	51,6 pkt.	51,6 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	cze	47,7 pkt.	49,0 pkt.	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	kwi	11,3% r/r	11,3% r/r	11,5% r/r
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	cze	6,25%	6,00%	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	cze	55,1 pkt.	54,7 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	cze	50,7 pkt.	51,0 pkt.	-
środa 24 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Stopa bezrobocia	maj	6,0%	5,9%	5,9%
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	cze	84,9 pkt.	85,6 pkt.	-
czwartek 25 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	maj	3,8% m/m	4,0% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	maj	3,3% m/m	3,4% m/m	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	maj	0,0% r/r	0,4% r/r	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	maj	0,5% r/r	0,6% r/r	-
14:30	US	Wzrost PKB (ost.)	I kw.	0,5% kw/kw(II szac)	0,5% kw/kw	-
piątek 26 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	cze	44,8 pkt.	50,0 pkt.	-
poniedziałek 29 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
18:30	EMU	Wystąpienie publicznie prezes EBC Ch. Lagarde na forum Bankowości Central.	cze	-	-	-

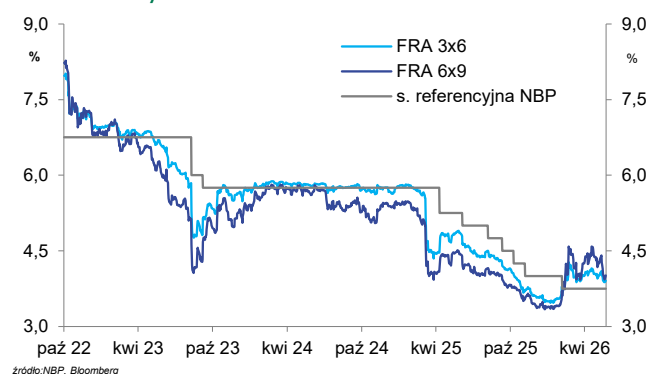
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

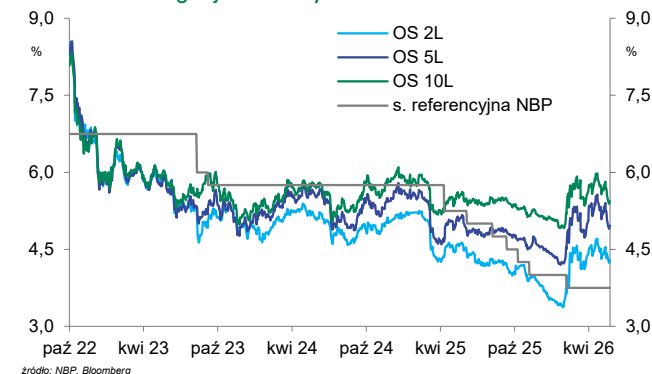
Krajowe stopy procentowe



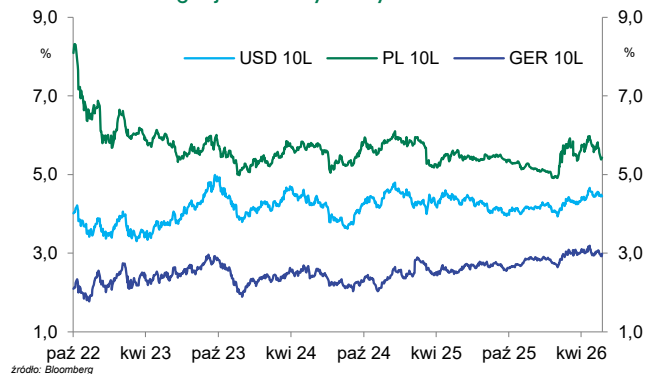
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



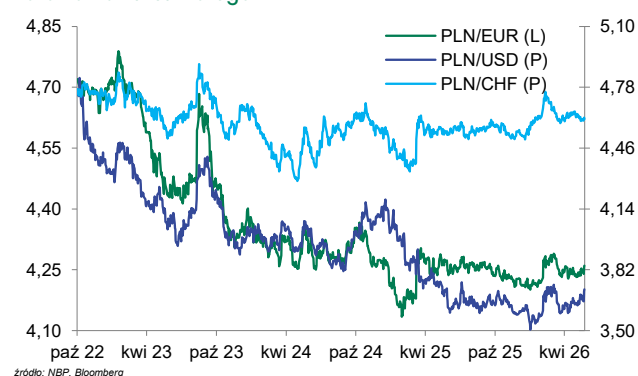
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



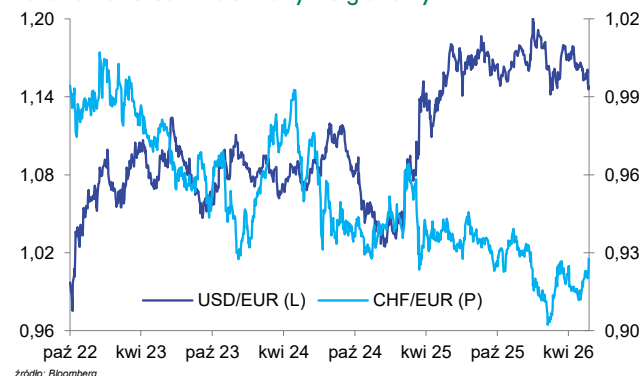
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



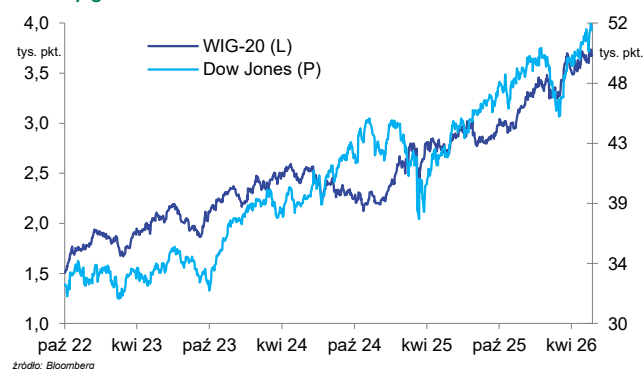
Notowania kursu złotego



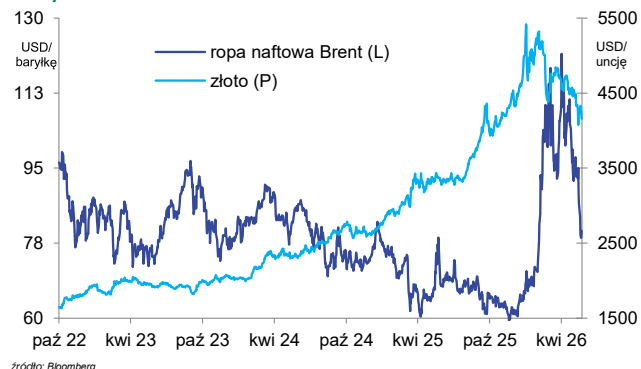
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

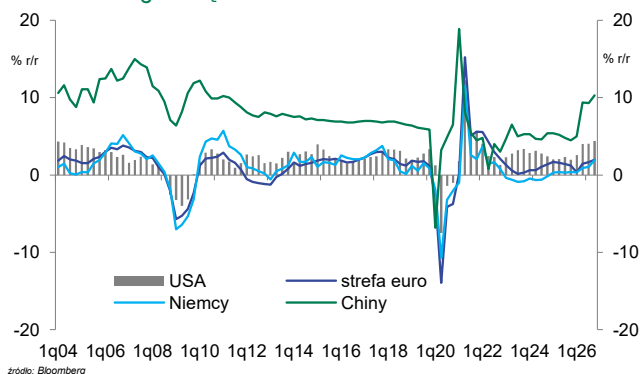


Ceny surowców

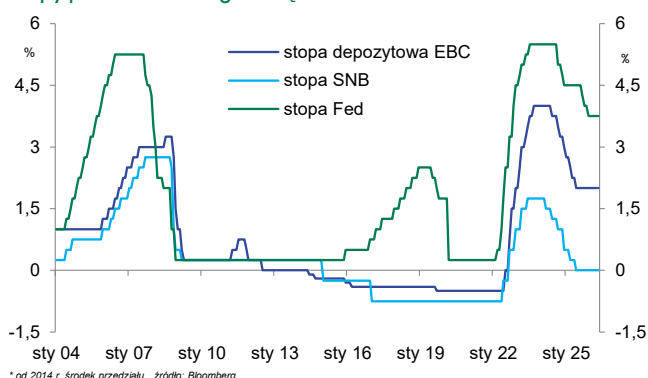


Sfera realna

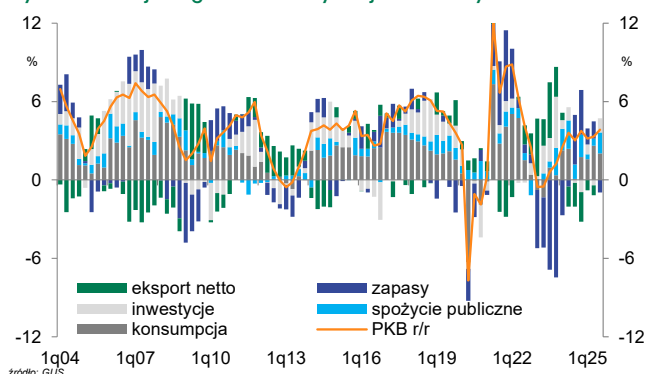
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



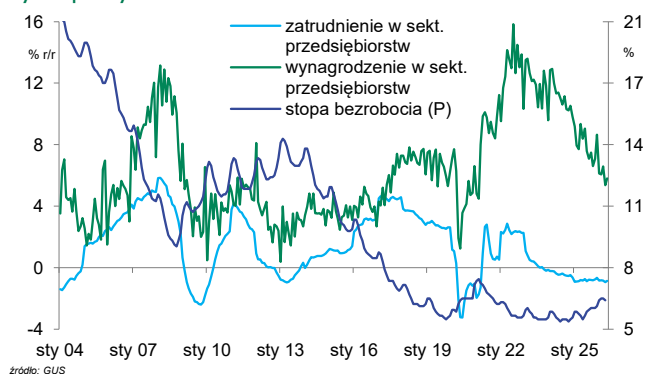
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



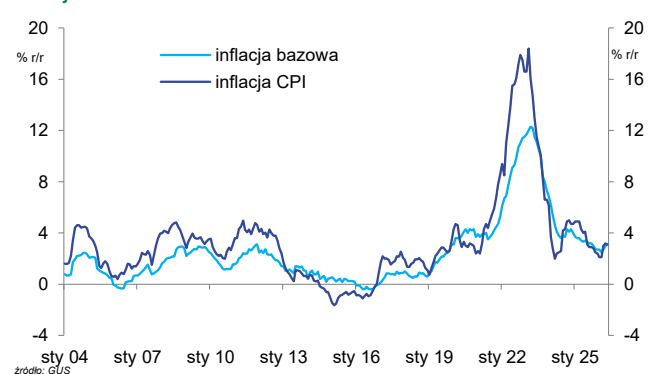
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



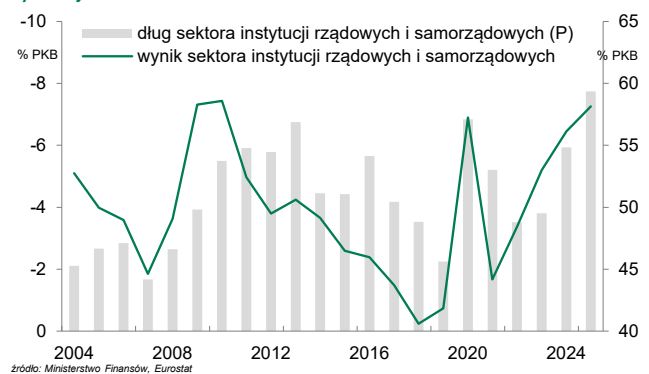
Rynek pracy



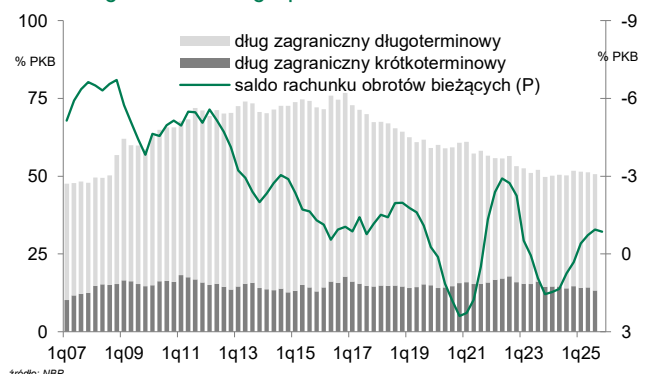
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzną gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2026	12.06.2026	19.06.2026	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	%	3,86	3,86	3,84	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,95	3,92	3,91	-	-	-
FRA 6x9	%	4,18	4,04	4,02	-	-	-
FRA 9x12	%	4,35	4,18	4,12	-	-	-
IRS 2L	%	4,31	4,16	4,13	-	-	-
IRS 5L	%	4,44	4,29	4,22	-	-	-
IRS 10L	%	4,68	4,56	4,47	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,42	4,28	4,20	4,15	4,00
Obligacje skarbowe 5L	%	5,08	5,08	4,96	5,00	4,95	4,85
Obligacje skarbowe 10L	%	5,57	5,55	5,43	5,45	5,40	5,25
PLN/EUR	PLN	4,23	4,25	4,26	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,64	3,67	3,72	3,66	3,68	3,70
PLN/CHF	PLN	4,64	4,61	4,61	4,64	4,64	4,63
USD/EUR	USD	1,17	1,16	1,15	1,16	1,16	1,15
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	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	%	4,44	4,48	4,45	4,45	4,40	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,94	2,99	2,98	3,00	2,95	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.