

KOMENTARZ TYGODNIOWY

20 lipca 2026

Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie. Oczekiwana stabilizacja stóp procentowych EBC.

- W minionym tygodniu sytuacja na Bliskim Wschodzie dalej pogarszała się, a w weekend doszło do silnej eskalacji konfliktu. Obie strony nasiliły działania militarne, USA ostrzeliwały cele w Iranie, a Iran sojuszników USA w Zatoce Perskiej. W weekend pojawiły się informacje o eksplozji tankowców próbujących przepłynąć przez Cieśninę Ormuz oraz informacje o śmierci amerykańskich żołnierzy. Według niepotwierdzonych doniesień prasowych, USA analizują dalsze rozszerzenie działań militarnych oraz wraz z krajami eksporterami ropy naftowej analizują alternatywne trasy transportu ropy naftowej.

- W rezultacie cena ropy naftowej Brent dziś rano przekroczyła poziom 90 USD/baryłkę ropy Brent (1-mies. kontrakt). O ponad 10% wzrosły także notowania cen gazu na rynku europejskim. Na obecnym etapie trudno wskazywać na jakiegokolwiek sygnały ustabilizowania sytuacji i powrotu do negocjacji.

- W rezultacie w minionym tygodniu silnie wrosły rentowności obligacji skarbowych. Nie sądzimy, aby wzrost cen ropy naftowej przełożył się na zaostrzenie polityki pieniężnej EBC już na posiedzeniu w tygodniu bieżącym biorąc pod uwagę czerwcową podwyżkę stóp, stabilne wskaźniki inflacji HICP oraz oczekiwań inflacyjnych konsumentów. Kolejna fala wzrostu cen surowców przy jak na razie ograniczonej skali spowolnienia aktywności gospodarczej zwiększa natomiast do ponad 50% prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych na posiedzeniu we wrześniu. Nie sądzimy, aby podczas konferencji prasowej prezes EBC taki scenariusz „zapowiedziała”, niemniej oczekujemy generalnie „jastrzębiego” wydźwięku przekazu EBC, który utrzyma opcję podwyżki stóp. W warunkach ponownego wzrostu oczekiwanej skali zacieśnienia polityki EBC rentowności 10-letnich papierów niemieckich wrosły o 6 pkt. baz.

- Silniej, o ponad 25 pkt. baz. wrosły rentowności polskich SPW na całej długości krzywej. W podobnej skali wrosły stawki FRA oraz IRS. W przypadku papierów krajowych skalę ich wzrostu ogranicza bieżąca niska inflacja i wciąż niskie prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej, wspierane przez gołębie wypowiedzi członków RPP. W minionym tygodniu GUS potwierdził szacunek [czerwcowej inflacji CPI](#) na poziomie 2,5% r/r, ponadto lekko (do 3,0%) obniżył się wskaźnik inflacji bazowej. Wygaśnięcie z końcem czerwca obniżonej stawki VAT na paliwa oraz bieżące wzrosty cen ropy naftowej skutkujące wzrostem cen paliw przełożą się na podwyższenie inflacji CPI za lipiec ponownie bliżej 3,0% r/r. Wciąż jednak, o ile skala wzrostu cen surowców nie wzmocni się silnie i trwale, inflacja CPI w 2026 r. nie powinna trwale przekroczyć poziomu 3,5% r/r, co ogranicza ryzyko podwyżki stóp przez RPP.

- W minionym tygodniu praktycznie nie zmieniły się natomiast rentowności obligacji amerykańskich. Na taką sytuację wpłynęła publikacja niższej od oczekiwań czerwcowej inflacji CPI, w tym inflacji bazowej. Choć wskaźnik inflacji

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

bazowej pozostaje podwyższony (2,6% r/r), to niższy odczyt w połączeniu ze słabszymi danymi z rynku pracy w czerwcu (publikacja na początku lipca) daje komitetowi FOMC więcej czasu na analizę napływających danych i sytuacji geopolitycznej i odsuwa w czasie ryzyko podwyżki stóp. Choć wystąpienie prezesa Fed w Senacie USA można uznać za „jastrzębie” co do warunków makroekonomicznych, to prezes nie podjął żadnych kwestii związanych z kolejnymi decyzjami FOMC i nie dał żadnych wskazówek co do potencjalnych ruchów komitetu.

- Pozostałe dane z USA wskazały na generalnie stabilną sytuację gospodarczą, w tym stabilne wyniki sprzedaży detalicznej oraz aktywności w przemyśle.
- Z kolei publikowane dane z Chin potwierdziły dotychczasowy obraz sytuacji. Wzrost PKB w II kw. spowolnił silnie do 4,3% r/r. Czerwcowe dane dot. produkcji przemysłowej pozostały solidne, czemu sprzyjało utrzymanie solidnych wyników eksportu. Jednocześnie jednak, wyraźnie słabe pozostają wskaźniki popytu krajowego, w tym popytu konsumpcyjnego oraz inwestycyjnego. Zapewne w II poł. roku silniej wzrosną publiczne wydatki infrastrukturalne, co ograniczy skalę spowolnienia aktywności, jednak dynamika PKB pozostanie osłabiona przy utrzymujących się wyzwaniach strukturalnych: spadku aktywności na rynku nieruchomości, słabej koniunktury na rynku pracy oraz niskich wydatków konsumentów oraz wysokiej nadpodaży w przemyśle i zależności od sprzedaży zagranicznej.
- Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz nawrót obaw dot. sytuacji w sektorze technologicznym poskutkowały spadkami cen akcji. Globalny indeks cen akcji MSCI obniżył się o 1,3%, w tym o 1,5% w USA oraz o 0,9% w strefie euro. Indeks cen akcji MSCI dla rynków wschodzących spadł w skali tygodnia aż o 4,1%. Bardziej stabilnie kształtowała się sytuacja na rynku walutowym, przy minimalnych zmianach kursów euro oraz dolara. Złoty także pozostał względnie stabilny, utrzymując się nieco poniżej 4,35 PLN/EUR. Indeks WIG obniżył się jedynie o 0,2% w skali tygodnia.
- W bieżącym tygodniu, poza posiedzeniem rady EBC, opublikowane zostaną wstępne dane dot. wskaźników koniunktury PMI w USA i strefie euro w lipcu. Zapewne te dane w większym stopniu będą uwzględniały osiągnięte w I poł. czerwca wstępne porozumienie na Bliskim Wschodzie, niż jego zerwanie we wcześniejszy weekend, stąd pozostaną one zdecydowanie w cieniu wszelkich informacji dotyczących rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz kształtowania się cen ropy naftowej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (24 lipca)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe bez zmian, w tym stopę depozytową na poziomie 2,25%.

Po czerwcowej podwyżce stóp i przy jednocześnie wciąż sporo niższych niż w II kw. cenach surowców energetycznych oczekujemy, że większość członków rady będzie preferowała wstrzymanie się z kolejnymi ruchami w polityce pieniężnej. Zakładamy, że większość Rady będzie chciała przeanalizować nadchodzące dane i informacje w dłuższym okresie oraz zapoznać się z kolejną rundą prognoz makroekonomicznych EBC na posiedzeniu we wrześniu.

Jednocześnie, biorąc pod uwagę pogorszenie sytuacji na Bliskim Wschodzie w ostatnich dniach i ponowne ryzyko presji na ceny surowców można oczekiwać relatywnie „jastrzębiego” przekazu prezes EBC podczas konferencji prasowej. Choć zapewne rada prezesów nie będzie chciała bardziej jednoznacznie „zapowiadać” żadnych kolejnych ruchów (przy tak sporej zmienności sytuacji geopolitycznej), to prawdopodobnie otworzy furtkę dla takiej decyzji na kolejnym posiedzeniu we wrześniu.

Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

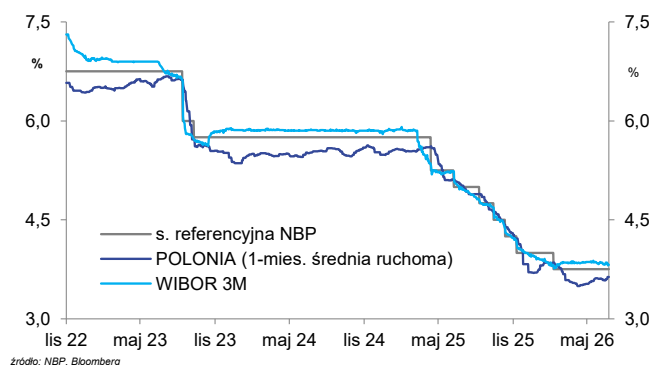
poniedziałek 20 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	cze	-0,9% r/r	-0,9% r/r	-0,9% r/r
09:30	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	cze	5,8% r/r	5,5% r/r	5,5% r/r
09:30	PL	Produkcja przemysłowa	cze	4,1% r/r	7,2% r/r	7,1% r/r
09:30	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
wtorek 21 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	lip	6,00%	5,75%	-
środa 22 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Sprzedaż detaliczna	cze	3,0% r/r	5,1% r/r	5,0% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	cze	11,0% r/r	11,3% r/r	11,5% r/r
czwartek 23 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Stopa bezrobocia	cze	5,9%	5,8%	5,9%
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	lip	2,25% / 2,40%	2,25% / 2,40%	2,25% / 2,40%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rad EBC	lip	-	-	-
piątek 24 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lip	50,3 pkt.	50,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lip	48,6 pkt.	46,8 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lip	51,4 pkt.	51,3 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lip	49,4 pkt.	48,9 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lip	53,9 pkt.	55,7 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lip	51,2 pkt.	51,3 pkt.	-
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.	-

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

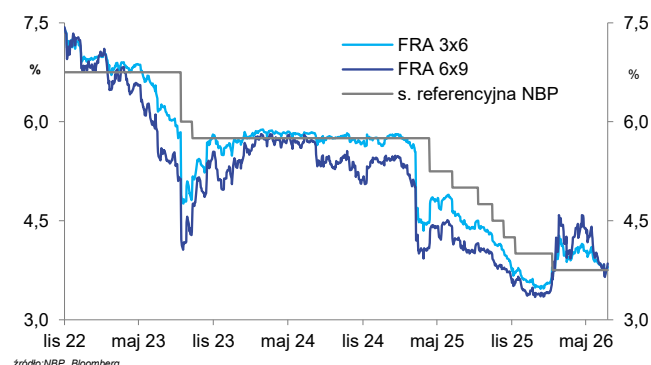
*szacunek na podstawie danych z flash CPI

Rynki finansowe

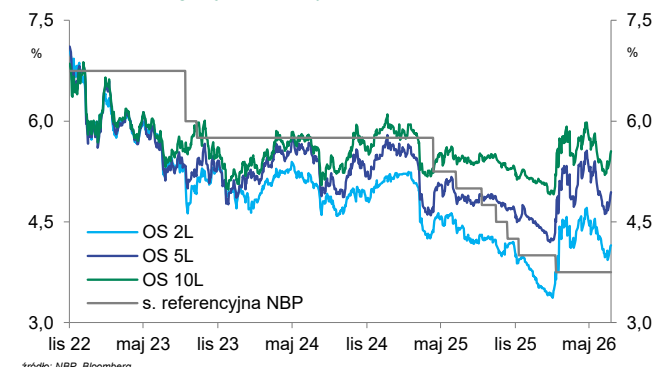
Krajowe stopy procentowe



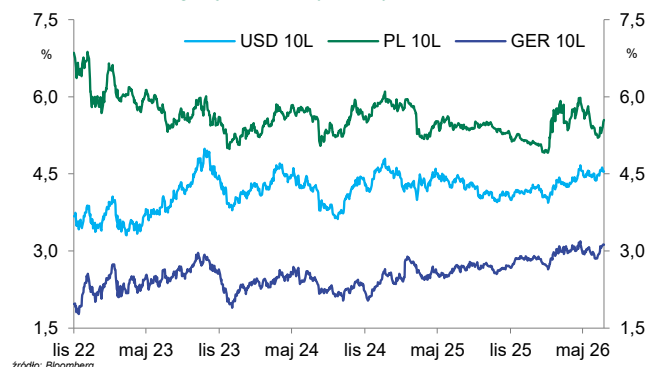
Uczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



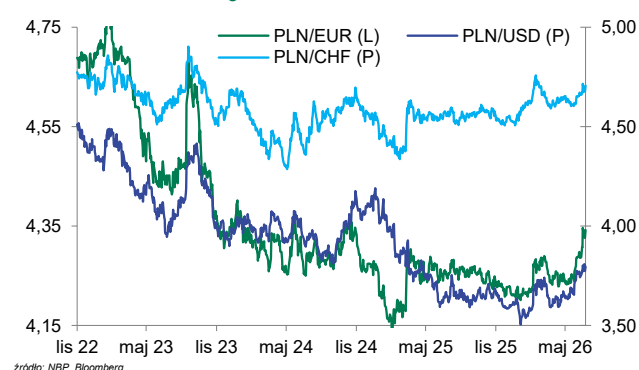
Krentowności obligacji skarbowych - Polska



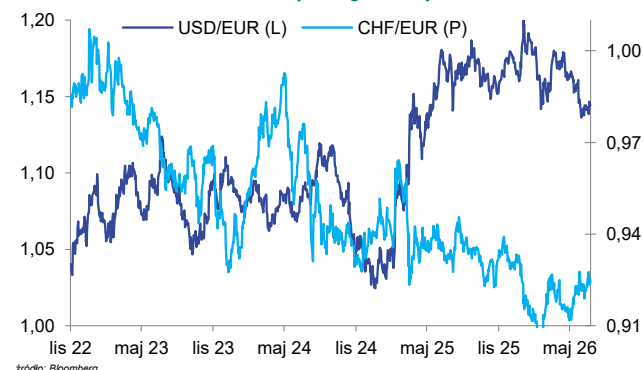
Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



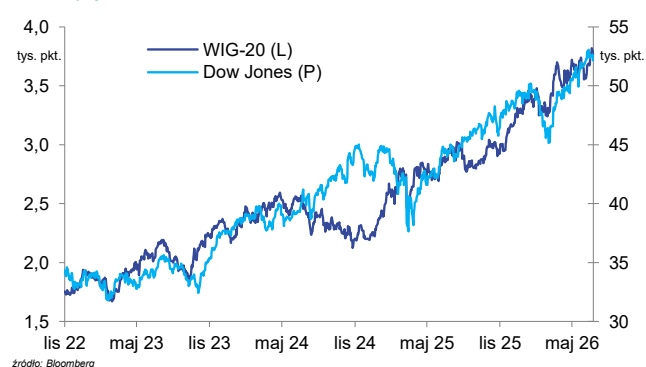
Notowania kursu złotego



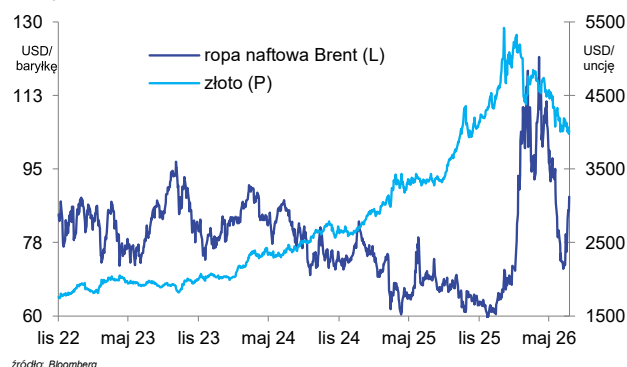
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

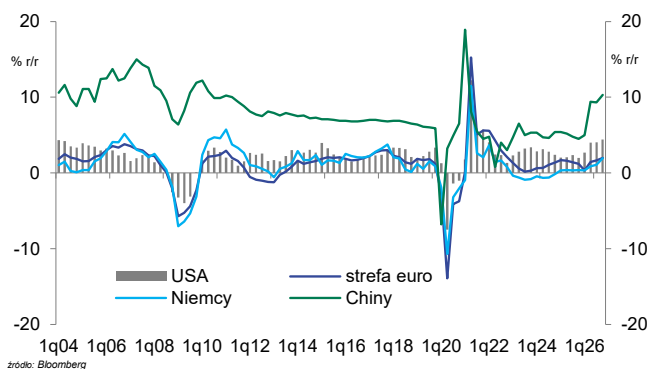


Ceny surowców

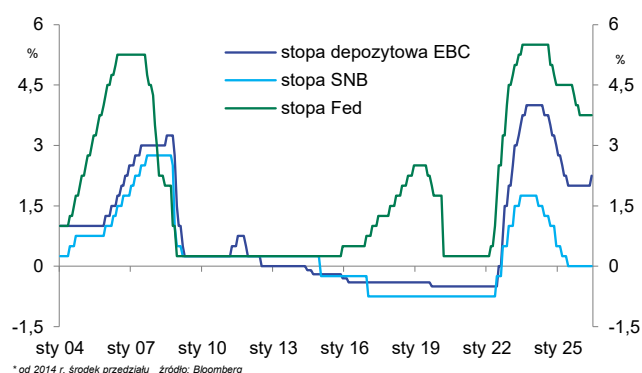


Sfera realna

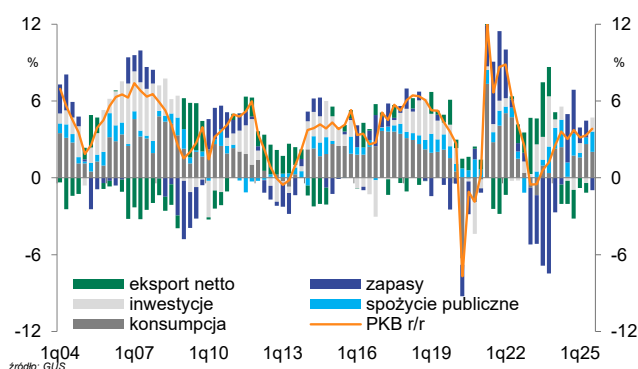
wzrost PKB za granicą



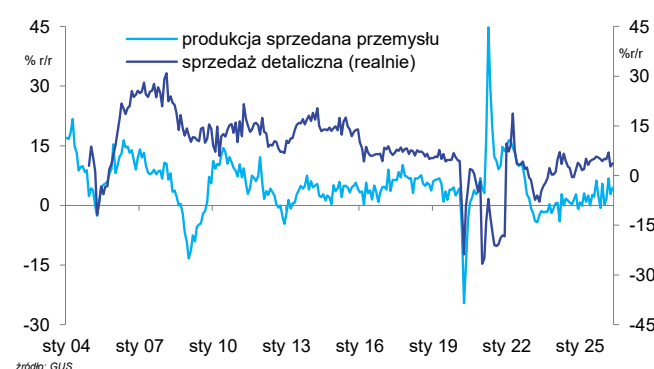
stopa procentowa za granicą



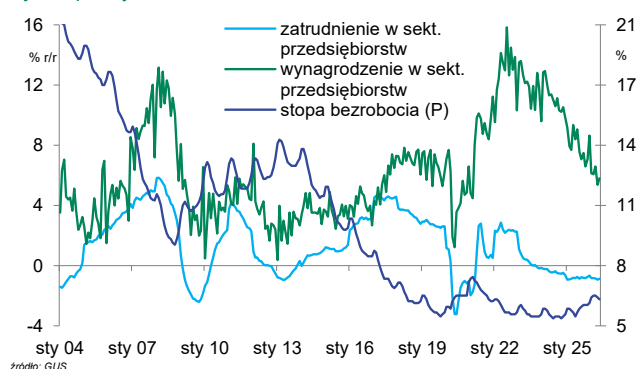
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



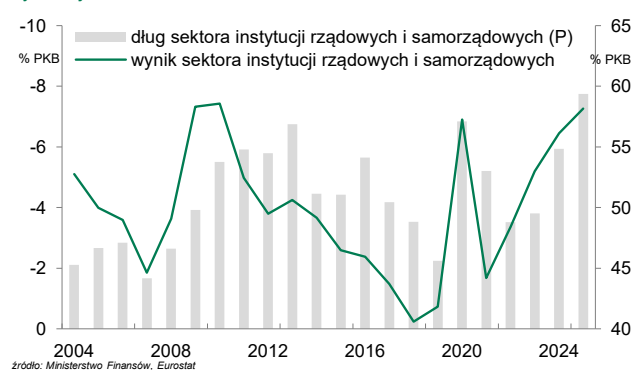
rynek pracy



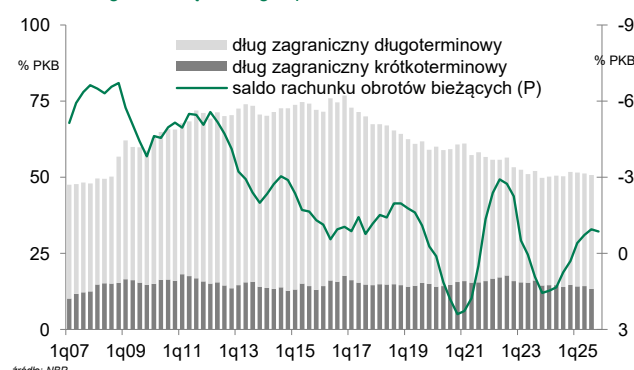
inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2026	10.07.2026	17.07.2026	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	3,85	3,82	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,83	3,68	3,80	-	-	-
FRA 6x9	%	3,82	3,65	3,85	-	-	-
FRA 9x12	%	3,81	3,65	3,89	-	-	-
IRS 2L	%	3,87	3,76	3,99	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	3,94	4,17	-	-	-
IRS 10L	%	4,27	4,32	4,55	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,03	3,94	4,15	4,15	4,10	3,95
Obligacje skarbowe 5L	%	4,69	4,67	4,94	4,90	4,85	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,25	5,29	5,55	5,55	5,50	5,25
PLN/EUR	PLN	4,30	4,35	4,34	4,35	4,34	4,30
PLN/USD	PLN	3,77	3,80	3,80	3,80	3,79	3,74
PLN/CHF	PLN	4,66	4,72	4,71	4,73	4,72	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	4,56	4,55	4,50	4,40	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,86	3,06	3,12	3,10	3,05	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.