Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

15 czerwca 2026

Jest zapowiedź podpisania porozumienia USA-Iran, ale jego oficjalna treść nie została opublikowana. Stopy EBC w górę, teraz oczekiwane posiedzenie FOMC i wystąpienie nowego prezesa Fed.

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 weekend przyniósł informacje o uzgodnieniu ram porozumienia pokojowego między USA i Iranem oraz planów jego podpisania w najbliższy piątek 18 czerwca w Szwajcarii. W oczekiwaniu na pozytywne informacje z Bliskiego Wschodu w minionym i z początkiem bieżącego tygodnia spadły ceny ropy naftowej i gazu, wzrosły indeksy akcji i obniżyły się rentowności obligacji skarbowych, pomimo okresów wzrostu zmienności notowań.

- W niedzielę prezydent USA Donald Trump oraz premier Pakistanu Shebhaz Sharif ogłosili, że USA i Iran zawarły wstępne porozumienie pokojowe. Trump poinformował, że nakazał natychmiastowe otwarcie cieśniny Ormuz i zakończenie blokady irańskich portów. Wstępne porozumienie (*memorandum of understanding*) ma trwać 60 dni, podczas których strony mają podjąć negocjacje na temat szczegółów m.in. irańskiego programu atomowego. Jednocześnie z publikowanych przez informacji agencyjnych wynika, że USA i Iran odmiennie akcentują niektóre kwestie (np. dot. zniesienia sankcji wobec Iranu) co wskazuje na ryzyko zmienności nastrojów w tym kontekście i dopiero ostateczne zawarcie porozumienia i publikacja jego treści, a następnie uzgodnienie ostatecznego kształtu traktatu pokojowego (uwzgledniający ustalenia dot. przyszłości programu nuklearnego Iranu) dadzą pełny obraz sytuacji. Do tego czasu należy nadal liczyć się z okresami wzrostu niepewności i pogorszenia nastrojów rynkowych.

- Ostrożne oczekiwania na deeskalację na Bliskim Wschodzie i przybliżenie perspektywy otwarcia cieśniny Ormuz sprzyjały w trakcie minionego tygodnia obniżeniu notowań ropy naftowej Brent z ponad 95 dolarów za baryłkę (w kontraktach 1-miesięcznych) w okolice 87 dolarów pod koniec minionego tygodnia oraz do 83 dolarów z początkiem bieżącego tygodnia. Równolegle o kilka procent obniżyły się ceny gazu w kontraktach 1-mies na giełdzie TTF.

- Poprawa perspektyw na rynkach surowców energetycznych sprzyjała stopniowemu obniżeniu rentowności obligacji skarbowych na rykach bazowych i oddalaniu się od lokalnych szczytów notowanych w ostatnich tygodniach. W USA i Niemczech rentowności obligacji 10-letnich obniżyły się o 5 pkt. baz kolejno do 4,48% i 2,99%. Natomiast skalę obniżenia rentowności można uznać za umiarkowaną wobec skali obserwowanego spadku notowań ropy naftowej.

- Czynnikiem niepewności dla rynków obligacji pozostaje rozwój sytuacji inflacyjnej w średnim okresie, w tym skala efektów wtórnego wzrostu inflacji w reakcji na trwający już ponad 3 miesiące okres podwyższonych cen paliw. W tych warunkach pomimo bieżącego pogłębienia spadku cen ropy i gazu utrzymuje się niepewność co do skali polityki głównych banków centralnych.

Klauzula poufności: BOŚ jawne

- W minionym tygodniu zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami rada EBC podwyższyła stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę depozytową do 2,25%. W naszej ocenie przekaz prezes EBC po konferencji był wstrzemięźliwy, prezes EBC wskazała, że dokonana podwyżka nie jest ani „prewencyjna" ani nie jest też początkiem cyklu zacieśnienia polityki monetarnej i że rada EBC będzie reagowała na rozwój sytuacji makroekonomicznej. Obecnie rynek dyskontuje w pełni kolejną podwyżkę stóp o 25 pkt. baz. we wrześniu, jednocześnie w ostatnich dniach zmalało w ocenie rynków prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki stóp w grudniu. Z kolei w przypadku Fed oczekiwania rynkowe dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej w tym roku osłabły – z dyskontowanej przed tygodniem w pełni jednej podwyżki stóp o 25 pkt. baz. do 80% prawdopodobieństwa podwyżki w grudniu br.

- Na globalnym rynku akcji z początkiem tygodnia rynek stopniowo dochodził do siebie po skokowym spadku notowań tydzień wcześniej w reakcji na mocne dane z rynku pracy z USA i obawy przed korektą akcji spółek technologicznych. Ostatecznie silniejszy wzrost powrócił pod koniec tygodnia za sprawą piątkowych zapowiedzi podpisania porozumienia USA-Iran. W rezultacie w skali tygodnia indeks światowy akcji MSCI wzrósł o 0,7%, MSCI w USA o 0,6%, w strefie euro o 2,2%, przy lekkim spadku indeksu dla rynków wschodzących (-0,4%). W przypadku USA dodatkowym pozytywnym impulsem dla rynku akcji był debiut giełdowy SpaceX.

- Krajowe aktywa finansowe zyskiwały na wartości w skali minionego tygodnia, korzystając z poprawy nastrojów globalnych. Rentowności obligacji wyraźnie obniżyły się w skali tygodnia, w szczególności na dłuższym końcu krzywej dochodowości – rentowności obligacji 10-letnich spadły o 20 pkt. baz. do 5,55%. W minionym tygodniu obniżyły się oczekiwania rynkowe co do skali zacieśnienia polityki monetarnej RPP. 6-miesięczne kontrakty FRA na WIBOR3M spadły z ponad 4,40% na początku tygodnia do 4,04% pod koniec tygodnia. Równolegle obniżyły się kontrakty IRS.

- W minionym tygodniu pojawiły się dwie wypowiedzi członków RPP (Masłowska, Dąbrowski) dopuszczające możliwość obniżki stóp NBP. W naszej ocenie wobec perspektywy utrzymywania się inflacji blisko górnej granicy celu NBP i dalszego wzrostu inflacji bazowej trudno oczekiwać, by RPP zdecydowała się na obniżenie stóp NBP w bieżącym roku, niemniej w tracie przyszłego roku w warunkach oczekiwanego spadku inflacji w okolice 2,5% taka opcja jest prawdopodobna. Natomiast w tym momencie ze względu na skalę niepewności dot. przyszłych zjawisk inflacyjnych nadal trudno snuć tak daleko idące scenariusze.

- Opublikowane dzisiaj szczegóły majowej inflacji potwierdzają nasze szacunki, że wskaźnik CPI obniżył się za sprawą głębszego od naszych oczekiwań spadku cen żywności (głównie za sprawą głębszego od oczekiwań skokowego spadku cen warzyw i w mniejszej skali - mięsa i tłuszczów). Jednocześnie dzisiejsza publikacja potwierdza nasze szacunki kontynuacji wzrostu majowej inflacji bazowej do 3,1-3,2% r/r wobec 3% w kwietniu. Jednocześnie informacja o zakończeniu 15 czerwca okresu obowiązywania obniżonej akcyzy na paliwa dla transportu oznacza, że efekt bieżącego spadku cen ropy naftowej poskutkuje mniejszą skalą obniżenia cen paliw, ograniczając jego wpływ na obniżenie wskaźnika CPI.

- W bieżącym tygodniu kluczowe z punktu widzenia sytuacji rynkowej będą inflarmacje przed zapowiedzianym na najbliższy piątek podpisaniem porozumienia USA – Iran. Nadal bowiem brak publikacji treści porozumienia, różnice w relacjach stron dot. treści dokumentu oraz pojawiające się doniesienia medialne nt. różnic w interpretacji ustaleń (np. co do „zwierzchności" Iranu i Omanu nad cieśniną Ormuz) wskazują, że wciąż możliwe jest zaostrzenie retoryki, a nawet odsunięcie w czasie podpisania porozumienia. Dlatego pomimo ostatnich pozytywnych informacji, które wspierają scenariusz odblokowania cieśniny Ormuz i średniookresowej normalizacji sytuacji na rynkach surowców, w krótkim okresie utrzymuje się ryzyko nawrotu zmienności na rynki finansowe.

- Poza rozwojem sytuacji geopolitycznej wyczekiwanym przez rynki wydarzeniem będzie posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed. Choć sama decyzja FOMC o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian jest powszechnie oczekiwania, to najistotniejsza będzie pierwsza konferencja prasowa po posiedzeniu nowego prezesa Rezerwy Federalnej Kevina Warsha. Biorąc pod uwagę, że jego wcześniejsze wypowiedzi nie były jednoznaczne co do kierunku polityki pieniężnej, a jednocześnie sytuacja gospodarcza w ostatnich tygodniach istotnie się zmieniła (wojna na Bliskim Wschodzie, koniunktura na rynku pracy) trudno wskazywać jaki kierunek pracom komitetu będzie nadawał nowy prezes Fed wobec wcześniejszych jego wypowiedzi. Jednocześnie podczas najbliższej konferencji oczekujemy raczej wstrzemięźliwego przekazu przy bardzo niskim prawdopodobieństwie potrzeby zmian polityki monetarnej Fed w krótkim okresie, w szczególności przy bieżącym ograniczeniu presji na ceny ropy naftowej.

- Wśród publikacji makroekonomicznych globalnych danych zaplanowanych w tym tygodniu wskazać należy comiesięczną serię danych ze sfery realnej gospodarki Chin oraz USA (produkcja, sprzedaż detaliczna).

- Na polskim rynku na koniec bieżącego i początek przyszłego tygodnia zaplanowana jest seria publikacji majowych danych ze sfery realnej krajowej gospodarki (płace, zatrudnienie, produkcja i sprzedaż detaliczna). Po raczej rozczarowujących kwietniowych danych powinny one rzucić nieco światła na stan koniunktury polskiej gospodarki w II kw.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie komitetu Otwartego Rynku Fed (16 - 17 czerwca)**

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

Biorąc pod uwagę notowaną wyraźną poprawę publikowanych w ostatnich miesiącach danych z rynku pracy przy jednoczesnym wzroście inflacji można oczekiwać w komunikacie FOMC usunięcia zapisów spójnych z łagodnym nastawieniem polityki pieniężnej. Za takimi zmianami już w kwietniu opowiadało się wielu członków FOMC (zgodnie z zapisami komunikatu).

Trudno natomiast ocenić, czy i w jakiej skali zaostrzony zostanie przekaz dot. polityki pieniężnej podczas konferencji prasowej prezesa Fed po posiedzeniu. W czerwcu obrady FOMC oraz konferencję po posiedzeniu po raz pierwszy poprowadzi nowo wybrany prezes Fed Kevin Warsh. Biorąc pod uwagę, że jego wcześniejsze wypowiedzi nie były jednoznaczne co do kierunku polityki pieniężnej, a jednocześnie sytuacja gospodarcza w ostatnich tygodniach zmieniała się istotnie (wojna na Bliskim Wschodzie, koniunktura na rynku pracy) trudno wskazywać jaki kierunek pracom komitetu nada nowy prezes. Jednocześnie podczas najbliższej konferencji oczekujemy raczej wstrzemięźliwego przekazu przy bardzo niskim prawdopodobieństwie potrzeby zmian polityki monetarnej Fed w krótkim okresie, w szczególności przy bieżącym ograniczeniu presji na ceny ropy naftowej.

Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

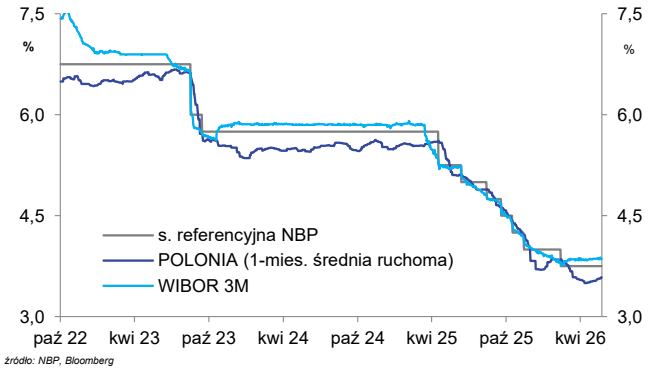
wtorek 16 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	maj	4,1% r/r	4,3% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	maj	0,2% r/r	0,0% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	maj	-1,6% r/r	-2,1% r/r	-
14:00	**PL**	**Inflacja CPI – wskaźnik bazowy**	**maj**	**3,0% r/r**	**-**	**3,1-3,2% r/r***
środa 17 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	maj	0,5% m/m	0,5% m/m	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	maj	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	maj	-	-	-
czwartek 18 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	CH	Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii dot. stóp procentowych	maj	0,00%	0,00%	0,00%
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	maj	3,75%	3,75%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	maj	3,50%	3,75%	-
piątek 19 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**maj**	**3,1% r/r**	**2,5% r/r**	**2,7% r/r**
poniedziałek 22 czerwca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	**PL**	**Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw**	**maj**	**-0,9% r/r**	**-0,9% r/r**	**-0,9% r/r**
09:30	**PL**	**Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw**	**maj**	**5,4% r/r**	**6,0% r/r**	**5,8% r/r**
09:30	**PL**	**Wskaźnik cen w przemyśle PPI**	**maj**	**1,9% r/r**	**2,5% r/r**	**2,3% r/r**
09:30	**PL**	**Produkcja budowlano-montażowa**	**maj**	**4,5% r/r**	**4,1% r/r**	**2,0% r/r**
09:30	**PL**	**Sprzedaż detaliczna**	**maj**	**2,8% r/r**	**3,7% r/r**	**3,8% r/r**
17:00	EMU	Wystąpienie publicznie prezes EBC Ch. Lagarde	maj	-	-	-

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

**szacunek na podstawie publikacji danych nt. CPI*

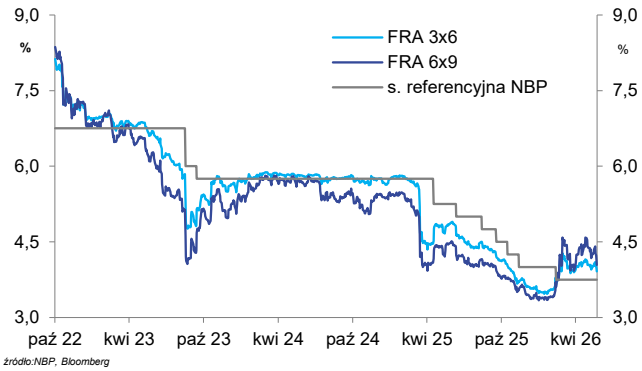
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



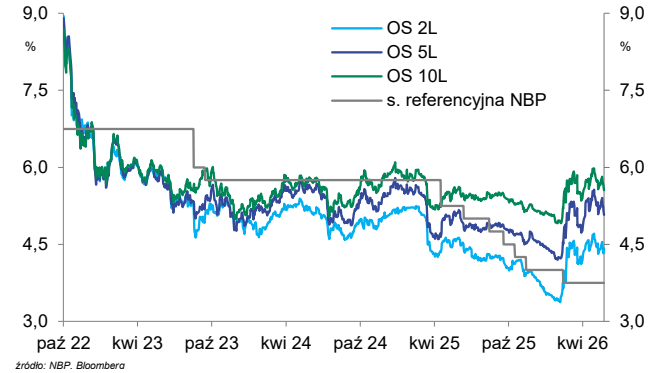
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



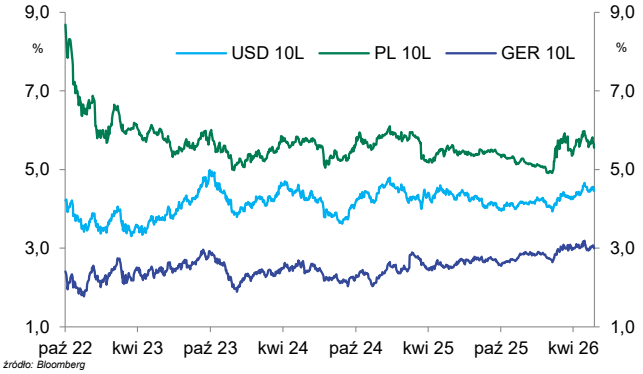
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



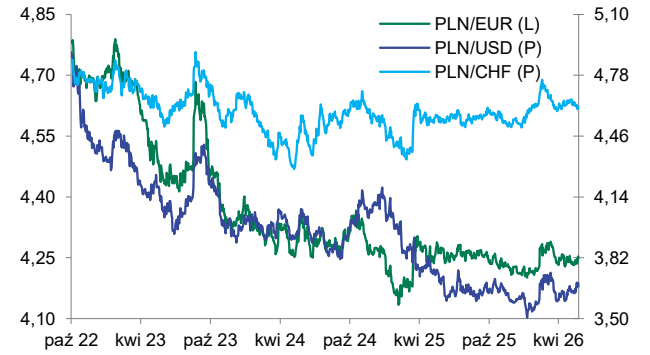
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



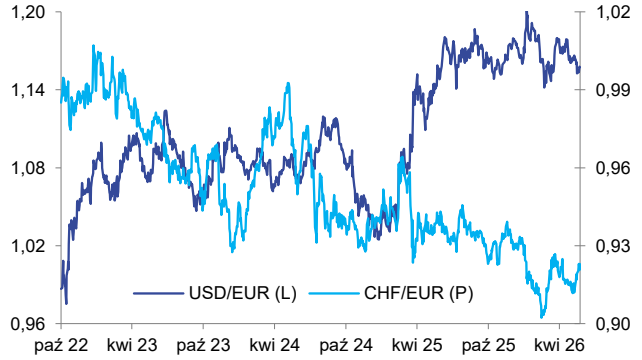
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



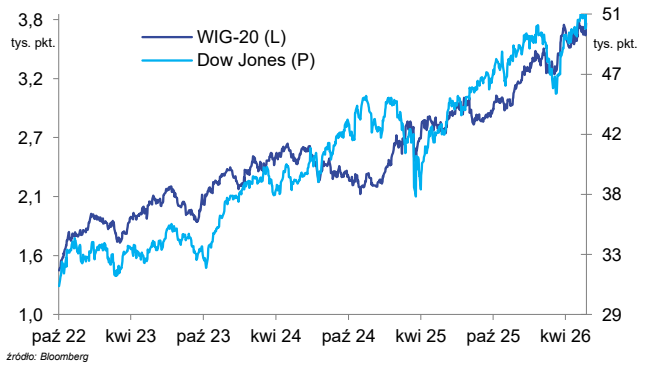
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



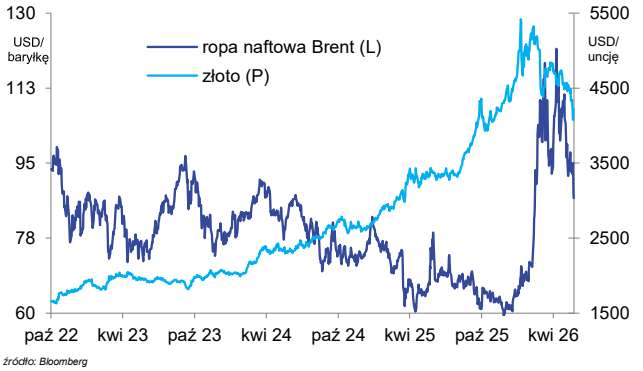
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

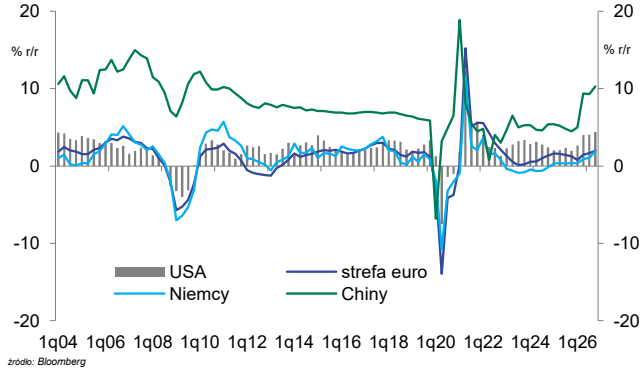
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

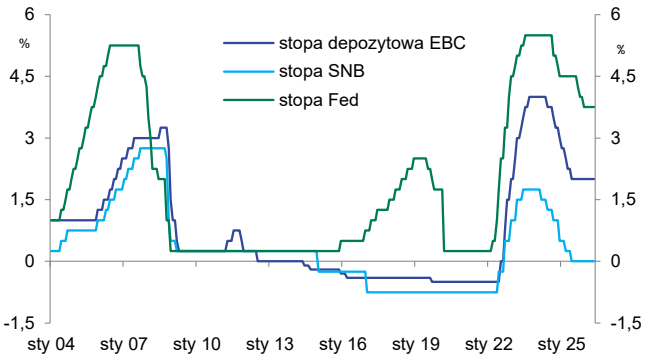
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



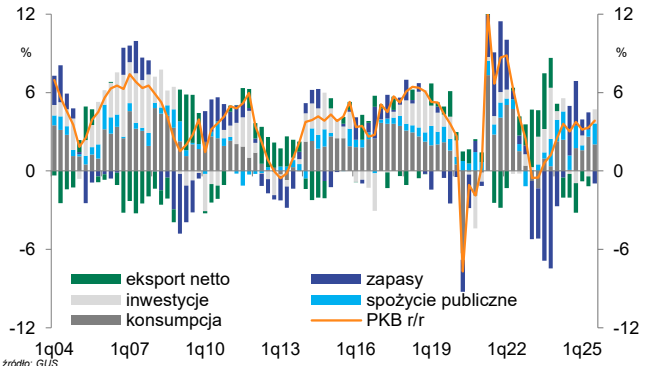
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



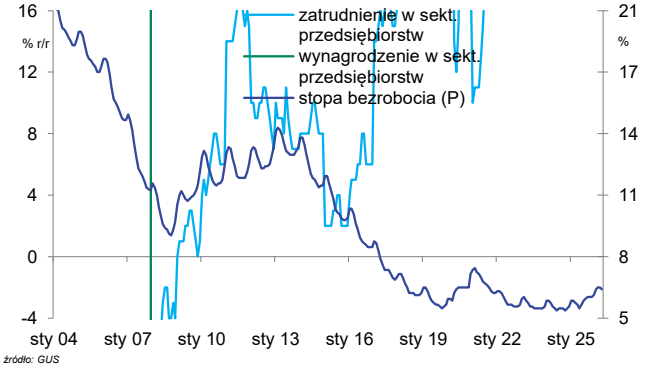
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



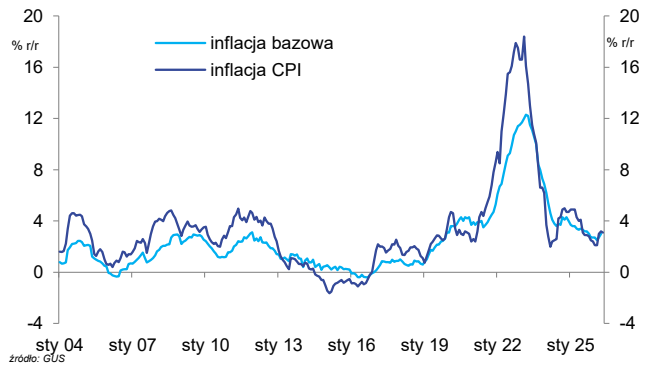
źródło: GUS

Rynek pracy



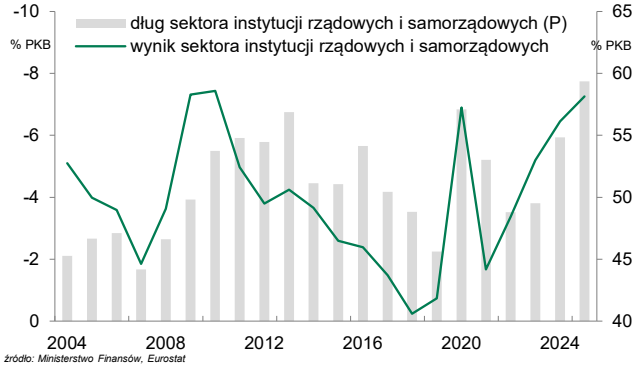
źródło: GUS

Inflacja



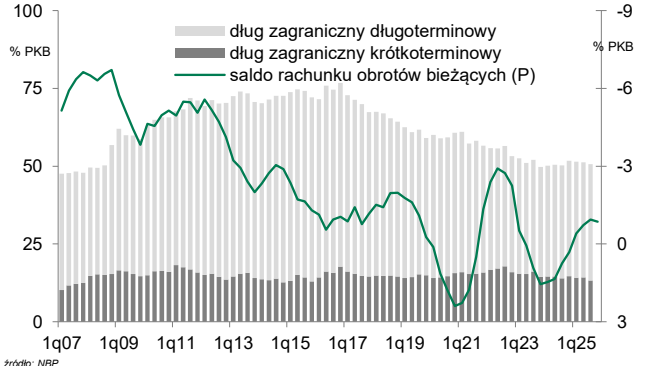
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2026	05.06.2026	12.06.2026	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	%	3,86	3,85	3,86	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,95	4,06	3,92	-	-	-
FRA 6x9	%	4,18	4,35	4,04	-	-	-
FRA 9x12	%	4,35	4,58	4,18	-	-	-
IRS 2L	%	4,31	4,45	4,16	-	-	-
IRS 5L	%	4,44	4,58	4,29	-	-	-
IRS 10L	%	4,68	4,80	4,56	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,46	4,42	4,30	4,25	4,10
Obligacje skarbowe 5L	%	5,08	5,32	5,08	5,20	5,15	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,57	5,75	5,55	5,55	5,50	5,40
PLN/EUR	*PLN*	4,23	4,23	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	*PLN*	3,64	3,64	3,67	3,66	3,66	3,68
PLN/CHF	*PLN*	4,64	4,62	4,61	4,64	4,64	4,64
USD/EUR	*USD*	1,17	1,15	1,16	1,16	1,16	1,16
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	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	4,53	4,48	4,50	4,40	4,30
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,94	3,04	2,99	3,00	3,00	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.