Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

3 sierpnia 2026

Kolejna zapowiedź negocjacji USA-Iran. Fed utrzymał stabilne stopy procentowe.

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

- W minionym tygodniu sytuacja na rynku surowców energetycznych ustabilizowała się. W trakcie tygodnia pojawiały się informacje dot. zaostrzenia retoryki obu stron oraz wzrosły obawy o wznowienie działań militarnych, jednak w weekend powróciły na agendę zapowiedzi rozpoczęcia rozmów pokojowych pomiędzy USA i Iranem.

- Według dostępnych informacji trwają rozmowy między Iranem a Omanem dotyczące nowego mechanizmu zarządzania żeglugą w Cieśninie Ormuz. Jednym z najbardziej dyskutowanych elementów jest kwestia opłat za usługi związane z bezpieczeństwem i nawigacją, a nie klasycznych obowiązkowych opłat tranzytowych. Państwa Zatoki Perskiej mają wspierać rozwiązanie, w którym opłaty miałyby charakter dobrowolnych składek za usługi, a nie jednostronnie narzuconych ceł lub myta przez Iran. Z kolei USA sprzeciwiają się rozwiązaniu, które mogłoby zostać odebrane jako uznanie prawa Iranu do pobierania obowiązkowych opłat za sam tranzyt.

- W tych warunkach ceny ropy naftowej w trakcie tygodnia oscylowały blisko 90 USD/baryłkę (1-mies. kontrakty), a dziś rano obniżyły się poniżej 85 USD/baryłkę. Ceny gazu na rynku europejskim obniżyły się o 7%, poniżej 60 EUR/MWh. Jednocześnie, pomimo spadku cen ropy, ceny produktów rafinacji ropy naftowej utrzymywały się blisko dotychczasowych maksimów z kwietnia, powodując dalsze powiększenie różnicy względem cen surowca. Taka sytuacja jest związana z globalnymi ograniczeniami podaży tych produktów ze względu na większe trudności w znalezieniu alternatywnych tras transportowych z Zatoki Perskiej (w porównaniu z alternatywnym transportem ropy) oraz ograniczenie działalności rosyjskich rafinerii (ataki dronowe).

- W rezultacie presja inflacyjna z tytułu cen paliw, szczególnie w Europie, pozostaje w okresie wakacyjnym bardzo silna, co utrzymuje oczekiwania na zaostrzenie polityki monetarnej głównych banków centralnych oraz skutkuje utrzymaniem wyższych rentowności obligacji skarbowych.

- W minionym tygodniu komitet FOMC utrzymał stopy procentowe na niezmienionym poziomie (3,50% - 3,75% dla stopy funduszy federalnych), jednak aż trzech członków (z dwunastu) głosowało za podwyżką stóp. Tak jak przewidywaliśmy, konferencja prasowa prezesa Fed K. Warsha nie przyniosła żadnych konkretniejszych informacji. Prezes z jednej strony podtrzymał wcześniejsze oceny zbyt długiego okresu podwyższonej inflacji oraz zobowiązanie banku centralnego do jej obniżenia, z drugiej strony nie dał żadnych konkretniejszych wskazówek dot. potencjalnych działań FOMC i perspektywy czasowej spadku inflacji.

- Prezes powiedział, że jeśli inflacja utrzyma się na wysokim poziomie, podwyżka stóp procentowych może być częścią rozwiązania, dodał też, że nie dzieje się to w oderwaniu od reszty czynników. Nie określił jednak jakie mogłyby być inne części rozwiązania / działania banku centralnego oraz o jakie

Klauzula poufności: BOŚ jawne

inne czynniki chodzi. Jedną z konkretniejszych wypowiedzi Warsha było stwierdzenie, że dla każdego decydenta polityki pieniężnej w banku centralnym wzrost inflacji implikowałby zacieśnienie polityki monetarnej.

- Już po posiedzeniu FOMC pojawiły się kolejne bardziej „jastrzębie" wypowiedzi członków komitetu oraz informacje prasowe dot. rzekomego rozważania przez prezesa Fed ograniczenia liczby posiedzeń komitetu.

- Oceniamy, że prezes Fed wciąż nie jest skłonny do podwyżek stóp w krótkim okresie i do takiej decyzji skłoniłby go dłuższy okres braku spadku inflacji lub jej wzrost. Choć wciąż uważamy, że utrzymanie stabilnych stóp jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, to ryzyko podwyżki pod koniec br. silnie wzrosło. Jeżeli publikowane w najbliższym czasie dane wskażą na wzrost inflacji lub / i dane z rynku pracy wzmocnią się, liczba członków FOMC opowiadających się za podwyżką wbrew linii prezesa prawdopodobnie będzie rosła.

- Dane publikowane w minionym tygodniu potwierdzają bowiem solidny wzrost aktywności gospodarczej w II kw. Choć dynamika PKB w USA obniżyła się do 1,5% kw/kw (w ujęciu zannualizowanym) z 2,0% w I kw., to wynikało to wyłącznie ze słabszych wyników zapasów i eksportu netto, przy solidnym wzroście popytu konsumpcyjnego oraz inwestycyjnego. Czerwcowy spadek bazowego wskaźnika PCE uspokaja, podobnie jak wcześniej publikowany wskaźnik CPI, natomiast dopiero dane z kolejnych miesięcy zweryfikują tezę dot. trwałości tego efektu.

- Jako propodwyżkowe można ocenić dane publikowane ze strefy euro. Według szacunku *flash* inflacja bazowa HICP w lipcu wzrosła do 2,5% r/r z 2,4% w czerwcu. Co więcej dane dot. wzrostu PKB w II kw. zaskoczyły pozytywnie, wskazując na większą odporność gospodarki na szok energetyczny. To w połączeniu z silniejszym odbiciem wskaźników koniunktury za lipiec (PMI, Ifo) wzmacnia prognozę wrześniowej podwyżki EBC.

- Słabe dane utrzymują się natomiast w Chinach, gdzie wskaźniki koniunktury PMI (publikowane przez NBS) obniżyły się do 49,2 pkt. w przemyśle i 49,0 pkt. w usługach. Wskaźnik PMI RatingDog dla przemysłu obniżył się natomiast silnie do 50,9 pkt. Jednocześnie na posiedzeniu Biura Politycznego Komitetu Centralnego Komunistycznej Partii Chin w minionym tygodniu nie zdecydowano o wdrażaniu nowych programów wsparcia polityki gospodarczej, a jedynie wskazano na potrzebę intensyfikacji dotychczas ogłoszonych projektów.

- W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na koniec tygodnia wzrosły o ok. 5 pkt. baz. w przypadku obligacji 10-letnich. Z początkiem dzisiejszego dnia obniżyły się do poziomów z poprzedniego piątku. Obligacje amerykańskie, szczególnie na dłuższym końcu krzywej negatywnie zareagowały na konferencję prezesa Fed, w obawie przed nieadekwatnym (w ocenie rynkowej) zwlekaniem z zaostrzeniem polityki monetarnej.

- Spadek awersji do ryzyka, lepsze dane ze strefy euro oraz wynik posiedzenia FOMC poskutkowały wzrostem kursu euro wobec dolara powyżej 1,15 USD/EUR, przy aprecjacji euro o 0,6% w relacji do koszyka walut oraz osłabieniu dolara o 0,8%. Ograniczenie obaw przed dalszą eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie, niezłe dane makroekonomiczne z gospodarek rozwiniętych i pozytywne wyniki finansowe spółek po I półroczu wspierały ceny akcji. Globalny

indeks MSCI wzrósł o 0,9%, w tym w USA o 1,0%, w strefie euro o 0,6% a w grupie rynków wschodzących o 1,4%.

- Sytuacja na krajowym rynku akcji i walutowym była pochodną tendencji globalnych. Indeks WIG wzrósł solidnie o 2,7%, a złoty umocnił się o 0,6% w relacji do koszyka walut kształtując się nieznacznie powyżej 4,30 PLN/EUR oraz nieco poniżej 3,75 PL/USD. Na dłuższym końcu krzywej dochodowości rentowności krajowych SPW praktycznie nie zmieniły się, z kolei wyraźnie (o 10 pkt. baz.) obniżyły się rentowności 2-letnich papierów, przy podobnym spadku stawek FRA oraz stawek na krótszym końcu krzywej IRS. Być może na ograniczenie oczekiwań co do podwyżek stóp procentowych NBP wpłynęła wypowiedź premiera D. Tuska dot. rozważania wdrożenia w II poł. sierpnia rozwiązań podatkowych mających na celu obniżenie cen paliw detalicznych.

- W niewielkim stopniu na sytuację rynkową wpłynęła publikacja szacunku *flash* lipcowej inflacji (wzrost do 3,0% r/r z 2,5% w czerwcu), zapewne z uwagi na powszechnie oczekiwany wyraźny wzrost wskaźnika z powodu gwałtownego wzrostu cen paliw (zakończenie z początkiem lipca programu CPN i przywrócenie wyższej stawki VAT oraz późniejszy wzrost cen ropy naftowej i produktów rafineryjnych). Na podstawie opublikowanych danych szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej nieznaczenie wzrósł do 3,1% r/r z 3,0% w czerwcu. Wciąż kluczowe dla prognoz indeksu CPI pozostaje kształtowanie się cen paliw.

- Choć jak na razie skala wzrostu cen ropy naftowej pozostaje ograniczona, to dalsze wzrosty cen produktów rafineryjnych, skutkują silnym wzrostem cen paliw detalicznych na przełomie lipca i sierpnia. W krótkim okresie utrzymanie tych efektów może przełożyć się na dalszy wzrost inflacji CPI w kierunku 3,5% r/r, choć na prognozę sierpniową mogą jeszcze wpływać ewentualne decyzje (zgodnie z ubiegłotygodniowymi zapowiedziami premiera) dot. przywrócenia programów fiskalnych mających na celu obniżenie cen paliw w II poł. miesiąca.

- W bazowym scenariuszu utrzymania inflacji CPI poniżej górnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego podtrzymujemy prognozę stabilnych stóp procentowych NBP w perspektywie 12-tu miesięcy. Uważamy, że przy tak dużej zmienności sytuacji geopolitycznej oraz cen surowców, przy niższej dynamice płac i umiarkowanym wzroście aktywności gospodarczej RPP będzie preferowała utrzymywanie w dłuższym okresie stabilnych parametrów polityki monetarnej.

- Jeżeli sytuacja na Bliskim Wschodzie w bieżącym tygodniu pozostanie stabilna, uwaga rynkowa mocniej będzie skierowana na publikację danych makroekonomicznych, szczególnie wskaźników lipcowych z amerykańskiego rynku pracy, które będą miały istotne znaczenie dla oczekiwań dot. decyzji FOMC.

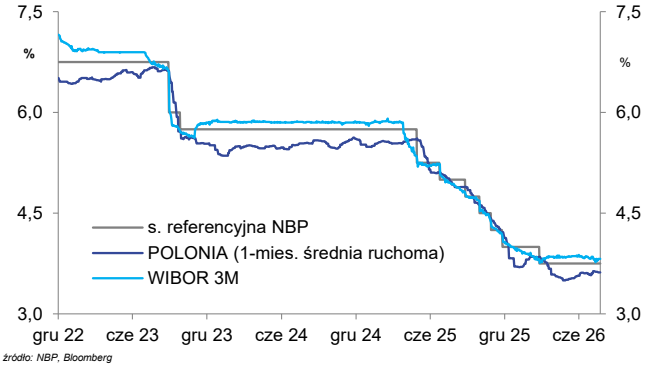
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 3 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lip	53,3 pkt.	53,8 pkt.	-
wtorek 4 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	cze	7 594 tys.	7 280 tys.	-
środa 5 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	lip	54,1 pkt.	53,0 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lip	54,0 pkt.	54,5 pkt.	-
czwartek 6 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	cze	1,9% m/m	1,1% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	cze	0,2% m/m	0,2% m/m	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	maj	3,75%	3,75%	-
piątek 7 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:00	CHN	Eksport	lip	27,0% r/r	18,2% r/r	-
03:00	CHN	Import	lip	36,0% r/r	24,0% r/r	-
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	cze	0,9% m/m	0,1% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	lip	57,0 tys.	80,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	lip	4,2%	4,3%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	lip	3,5% r/r	3,5% r/r	-
niedziela 9 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:30	CHN	Inflacja CPI	lip	1,0% r/r	1,1% r/r	-

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

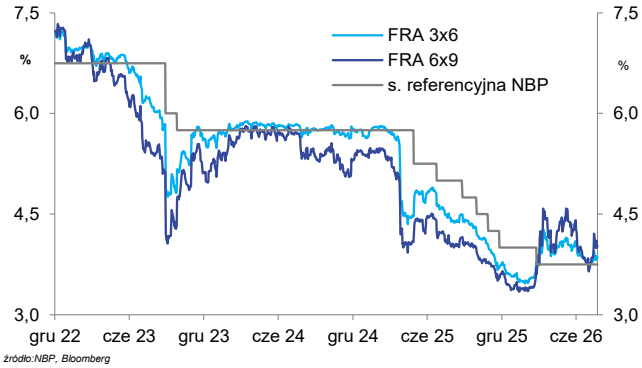
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



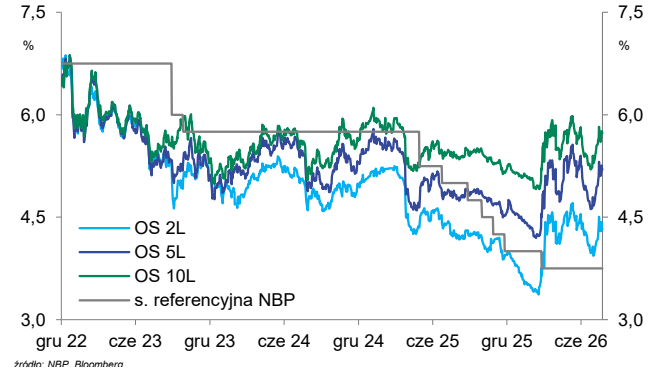
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



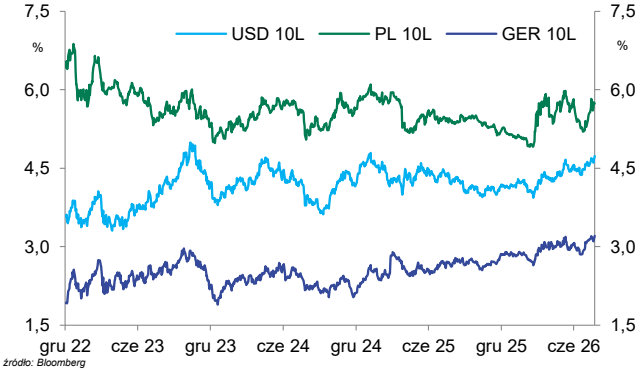
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



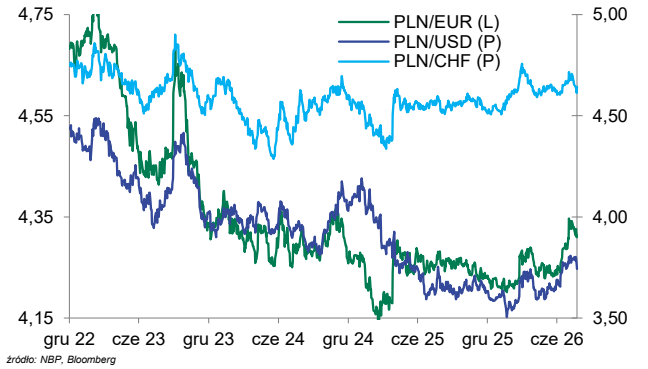
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



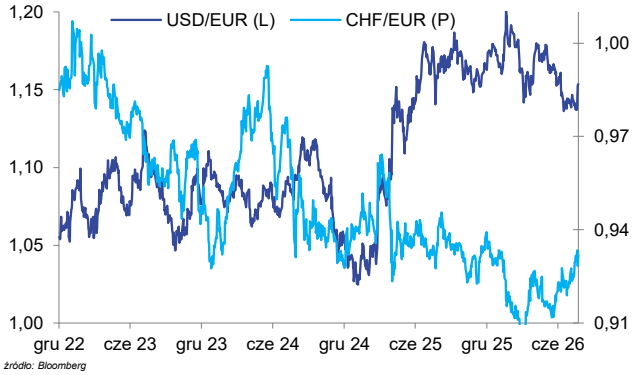
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



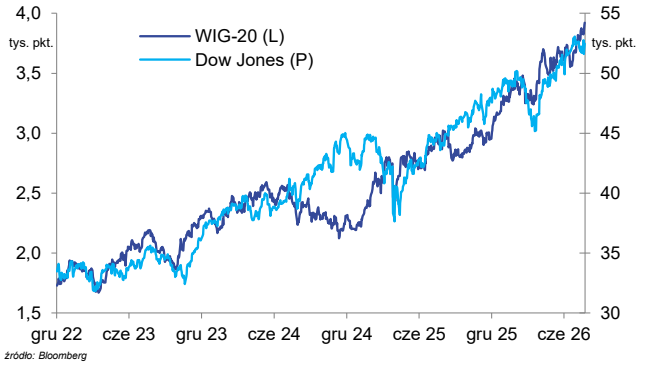
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



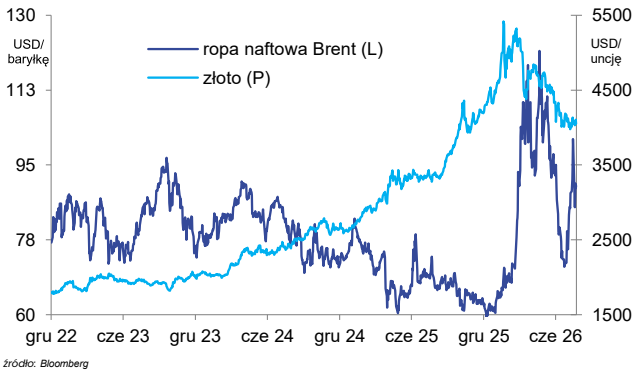
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

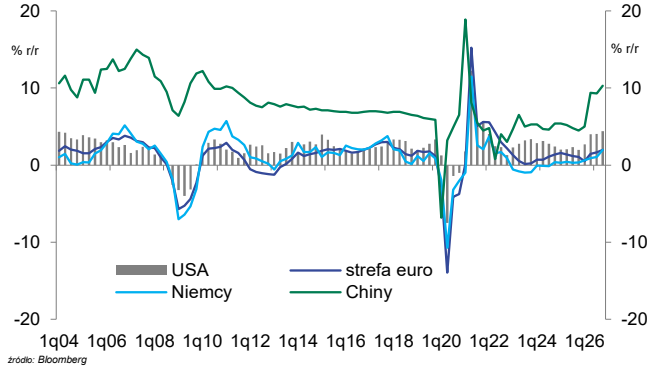
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

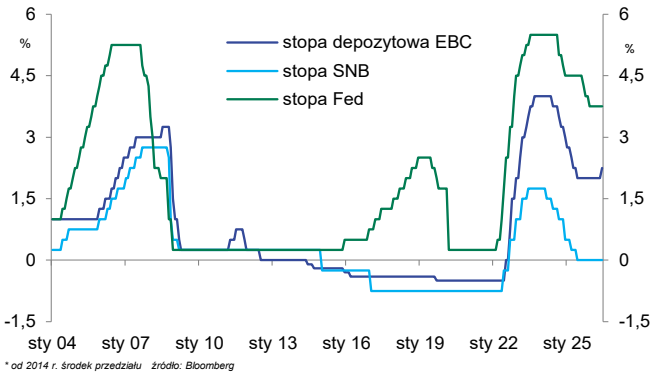
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



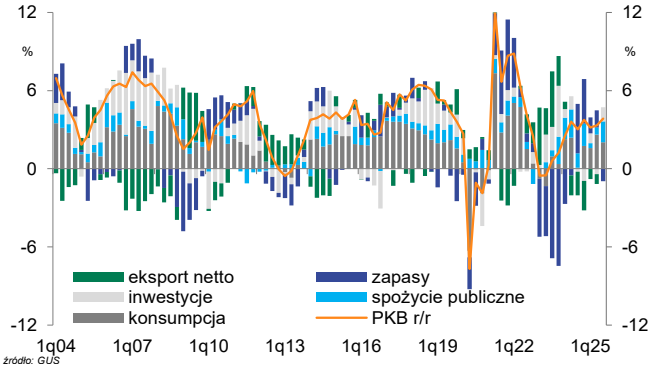
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



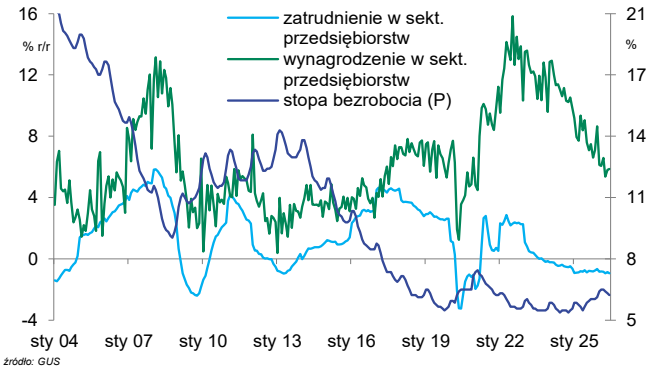
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



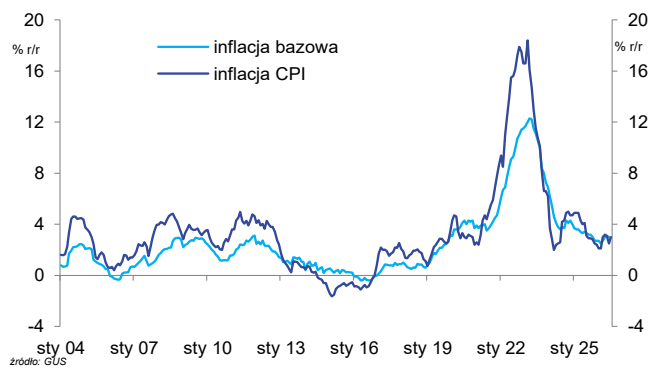
źródło: GUS

Rynek pracy



źródło: GUS

Inflacja



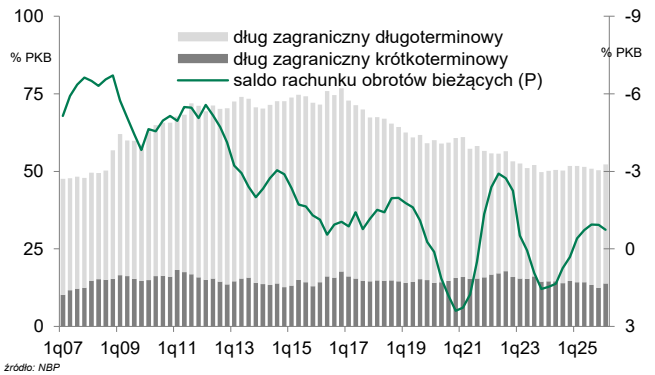
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2026	24.07.2026	31.07.2026	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	3,79	3,82	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,83	3,88	3,86	-	-	-
FRA 6x9	%	3,82	4,13	4,03	-	-	-
FRA 9x12	%	3,81	4,27	4,17	-	-	-
IRS 2L	%	3,87	4,28	4,19	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	4,46	4,40	-	-	-
IRS 10L	%	4,27	4,76	4,74	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,03	4,43	4,33	4,20	4,15	4,00
Obligacje skarbowe 5L	%	4,69	5,24	5,20	5,10	5,00	4,80
Obligacje skarbowe 10L	%	5,25	5,75	5,74	5,65	5,55	5,25
PLN/EUR	*PLN*	4,30	4,33	4,31	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	*PLN*	3,77	3,80	3,74	3,76	3,76	3,74
PLN/CHF	*PLN*	4,66	4,65	4,64	4,67	4,67	4,67
USD/EUR	*USD*	1,14	1,14	1,15	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	4,68	4,74	4,65	4,60	4,40
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,86	3,17	3,21	3,10	3,10	3,00

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.