

KOMENTARZ TYGODNIOWY

26 maja 2025

Obawy o sytuację fiskalną USA i perturbacje w wojnie handlowej osłabiają nastroje rynkowe.

- W minionym tygodniu dominowały słabe nastroje rynkowe przy uwadze rynkowej koncentrującej się na sytuacji fiskalnej USA po decyzji Moody's (o obniżeniu jeszcze w tygodniu wcześniejszym ratingu USA), w warunkach generalnie wysokiej skali zadłużenia publicznego w USA. Te negatywne nastroje dodatkowo w piątek w trakcie dnia wzmocniła groźba prezydenta Trumpa nałożenia 50-procentowych ceł na import z UE od 1 czerwca w związku niesatysfakcjonującym przebiegiem negocjacji umowy handlowej między USA i UE. Niedzielne wycofanie się z tego pomysłu wsparło nastroje na początku bieżącego tygodnia, nie zmienia jednak generalnej oceny, że ryzyko dla ostatecznego kształtu umowy USA – UE wzrosło.
- Opublikowane w minionym tygodniu wstępne odczyty koniunktury PMI dla gospodarek rozwiniętych nie wsparły nastrojów rynkowych. Choć, indeksy PMI dla USA (zarówno dla przemysłu i usług) wzrosły, wspierając prognozę wyraźnej poprawy PKB w II kw., to chyba istotniejszą informacją jest wyraźny wzrost w maju subindeksów cen (w obu sektorach), co może być przesłanką do dłuższego wstrzymywania się FOMC z obniżkami stóp.
- Jednocześnie publikacje dla strefy euro wsparły obawy przed słabszymi wynikami gospodarczymi w II poł. roku. W maju solidnie obniżył się indeks nastrojów w usługach aż o 1,2 pkt. do 48,9 pkt. Indeks dla przemysłu co prawda lekko wzrósł do 49,4 pkt., niemniej trudno o inne wytłumaczenie całokształtu danych niż utrzymywanie się okresowego efektu wyższego popytu w przemyśle w obawie przed wzrostem ceł importowych w USA w średnim okresie.
- Podobnie jak dane PMI publikacja stenogramów z kwietniowego posiedzenia EBC wspiera oczekiwania na kolejną obniżkę stóp procentowych w strefie euro na posiedzeniu w czerwcu. Wnioskiem z dyskusji w kwietniu jest dalsze ugruntowywanie się przekonania większości rady co do zbliżającego się momentu osiągnięcia celu inflacyjnego banku centralnego. Z drugiej strony w przypadku członków FOMC w minionym tygodniu pojawiła się raczej „jastrzębia” wypowiedź prezesa Fed w Atlancie opowiadającego się za tylko jedną obniżką stóp Fed w 2025 r. z uwagi o obawy przed wzrostem inflacji.
- Wypadkowa wskazanych wydarzeń w minionym tygodniu poskutkowała lekkim wzrostem 10-letnich SPW w USA o 3 pkt. baz. i ich lekkim spadkiem o 2 pkt. baz. w Niemczech. Na obu rynkach odnotowano dalsze wystromienie krzywej, w szczególności w USA przy 10-punktowym wzroście rentowności 30-letnich do ponad 5%. Pomimo układu potencjalnych decyzji banków centralnych, w minionym tygodniu to dolar silnie tracił na wartości (1,4% w relacji do koszyka walut), a euro wzmocniło się (0,6%). Kurs euro wobec dolara wzrósł w kierunku 1,14 USD/EUR, gdyż istotniejszy dla inwestorów okazała się kwestia wyzwań fiskalnych USA oraz nieprzewidywalności decyzji handlowych administracji Trumpa.

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

- Także na rynku akcji, pomimo nienajgorszych danych ze sfery realnej gospodarki USA (wskaźniki PMI) to spadki amerykańskich indeksów akcji w minionym tygodniu były głębsze, sięgające w ujęciu indeksu MSCI -2,1%, przy spadku w strefie euro o 1,3%, a na rynkach wschodzących 0,5%. Nastroje na rynkach wschodzących mogła wspierać decyzja banku centralnego w Chinach o obniżeniu o 10 pkt. baz. jednej z głównych stóp banku (5-letnia stopa kredytów hipotecznych).
- Sytuacja globalna z jednej strony osłabiła krajowy rynek akcji i obligacji, z drugiej strony wzmocniła kurs złotego. W relacji do koszyka walut złoty zyskał w minionym tygodniu 0,6%, obniżając się wobec do 4,25 PLN/EUR na koniec tygodnia. Rentowności SPW wzrosły w przypadku 10-latek o 8 pkt. baz., z kolei obniżyły się (o 5 pkt. baz.) na krótkim końcu krzywej. Indeks WIG obniżył się w skali tygodnia aż o 3,2%.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane z krajowej gospodarki w większości zaskoczyły pozytywnie, w tym [dane z rynku pracy](#) (zarówno lekko wyższa dynamika zatrudnienia jak i silniejsze tempo wzrostu płac) oraz [dane z przemysłu](#) i [sprzedaży detalicznej](#). Mocny początek II kw. w przemyśle i sprzedaży detalicznej wspiera prognozy PKB, niemniej dopiero kolejne miesiące dadzą więcej informacji co do trwałości tych tendencji. W przypadku sprzedaży należy bowiem wskazać na wysoką zmienność danych od początku br., a w przemyśle – podobnie jak w przemyśle strefy euro – na ile mocniejszy popyt jest efektem okresowym związanym z obawami przed wzrostem protekcjonizmu w globalnym handlu. Bardzo słabe kwietniowe [dane z budownictwa](#) potwierdzają natomiast, że w II kw. nie ma co oczekiwać silniejszego odbicia inwestycji.
- Opublikowane dane wspierają prognozę stabilizacji stóp NBP na czerwcowym posiedzeniu RPP. Także kolejne wypowiedzi członków Rady z tygodnia minionego wpisują się w dotychczasowy wydzźwięk, że lipiec jest obecnie najwcześniejszym momentem ewentualnej redukcji stóp.
- W bieżącym tygodniu z wątków krajowych najistotniejsza będzie zapewne piątkowa publikacja wstępnego odczytu CPI za maj (szacujemy wstępnie wynik w przedziale 4,3% - 4,4% r/r). W przyszły poniedziałek zostanie opublikowany pełny szacunek PKB w I kw. wraz ze strukturą, z czego kluczowe informacje będą dotyczyły skali poprawy dynamiki inwestycji i pogorszenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych.
- Na rynku globalnym, poza wątkami polityki gospodarczej USA, najistotniejsze będą publikacje danych z gospodarki amerykańskiej, w tym dane dot. wydatków gospodarstw domowych w kwietniu oraz kwietniowy wskaźnik inflacji PCE, jak również publikacja stenogramów z kwietniowego posiedzenia FOMC. Na dzisiejsze popołudnie zaplanowane jest jeszcze wystąpienie prezes EBC Christine Lagarde.
- Wydaje się jednak, że informacje z tygodnia bieżącego nie będą przełomowe i wciąż prognozą rynkową na nadchodzące tygodnie jest utrzymanie wyższej zmienności w warunkach niepewności ostatecznych decyzji gospodarczych administracji prezydenta Trumpa.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w maju – szacunek *flash* (30 maja)**

Szacujemy wstępnie, że w maju wskaźnik inflacji CPI ukształtował się w przedziale 4,3% – 4,4% r/r wobec 4,3% r/r w kwietniu. Oceniamy, że w maju w kierunku lekkiego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał wzrost rocznej dynamiki cen żywności oraz lekki wzrost inflacji bazowej. Z kolei w kierunku niższej inflacji oddziaływał dalszy spadek dynamiki cen paliw. W maju w ograniczonym stopniu zmieniła się dynamika roczna nośników energii. Ostateczny szacunek inflacji będzie pochodną skali zmian cen żywności, w szczególności sezonowych zmian cen warzyw i owoców.

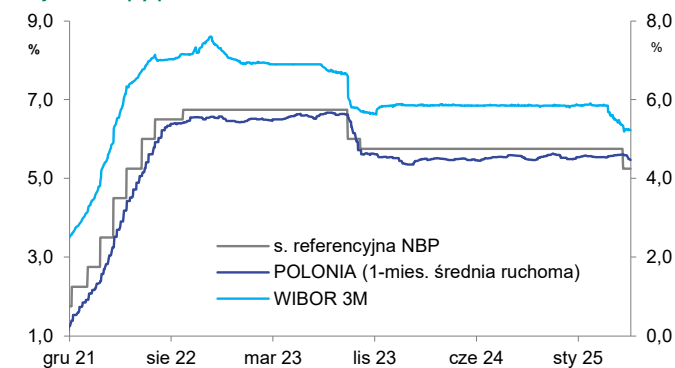
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 26 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:00	EMU	Wystąpienie prezes EBC Christine Lagarde	maj	-	-	-
wtorek 27 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	maj	6,50%	6,50%	-
środa 28 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> z majowego posiedzenia FOMC	maj	-	-	-
czwartek 29 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Wzrost PKB (II szacunek)	I kw.	-0,3%kw/kw(I szac.)	-0,4% kw/kw	-
piątek 30 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	maj	4,3% r/r	-	4,4% r/r
16:00	US	Wskaźnik inflacji PCE	kwi	2,3% m/m	2,2% m/m	-
16:00	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	kwi	2,6% m/m	2,5% m/m	-
16:00	US	Dochody gospodarstw domowych	kwi	0,5% r/r	0,3% r/r	-
16:00	US	Wydatki gospodarstw domowych	kwi	0,7% r/r	0,2% r/r	-
sobota 31 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	maj	49,0 pkt.	49,7 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	maj	50,4 pkt.	50,6 pkt.	-
poniedziałek 2 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (fin.)	I kw.	3,2% r/r (flash)	-	3,2% r/r
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	maj	50,2 pkt.	-	50,0 pkt.
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	maj	48,7 pkt.	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu, *prognoza sprzed publikacji flash CPI, **szacunek na podstawie danych z flash CPI

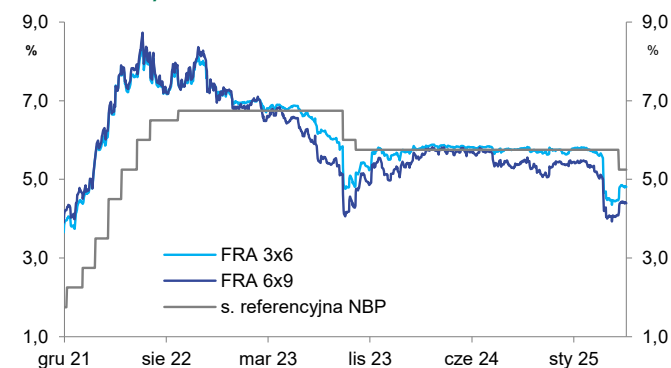
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



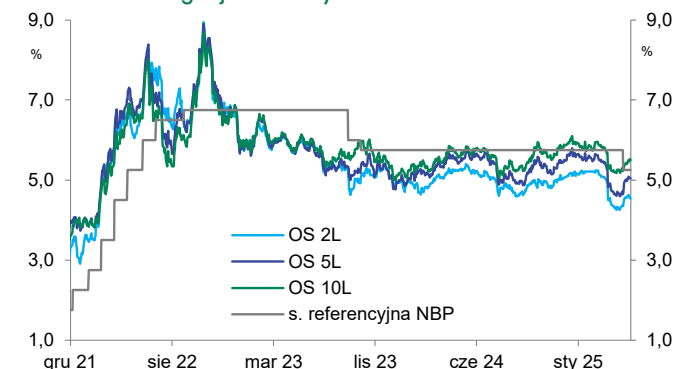
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



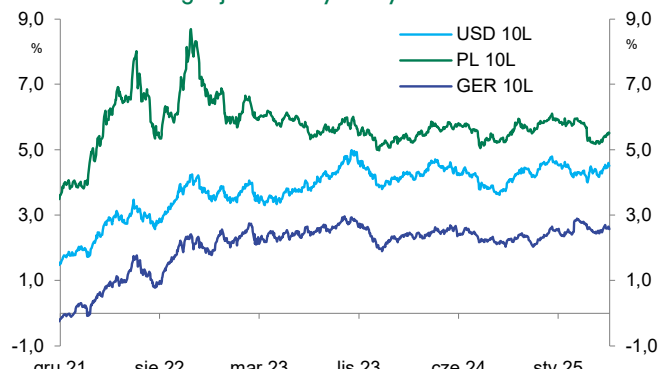
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



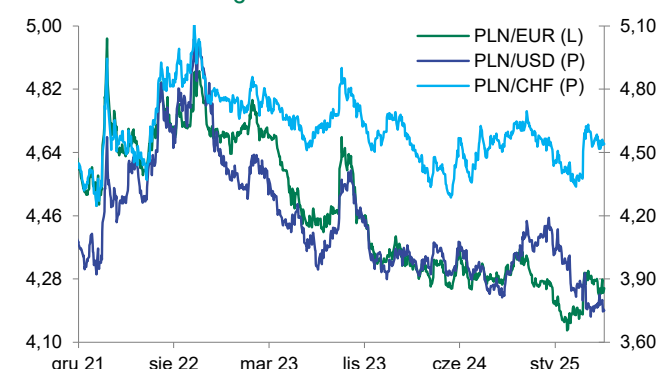
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



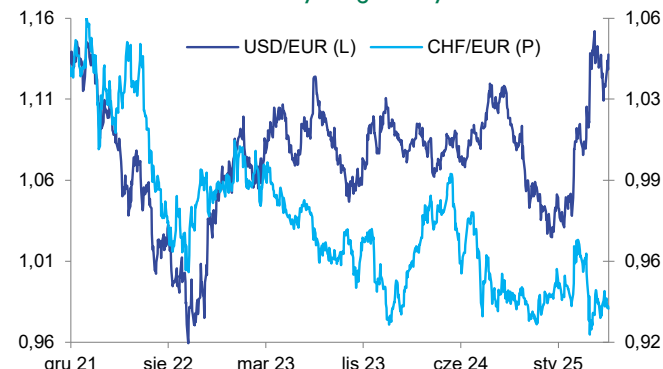
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



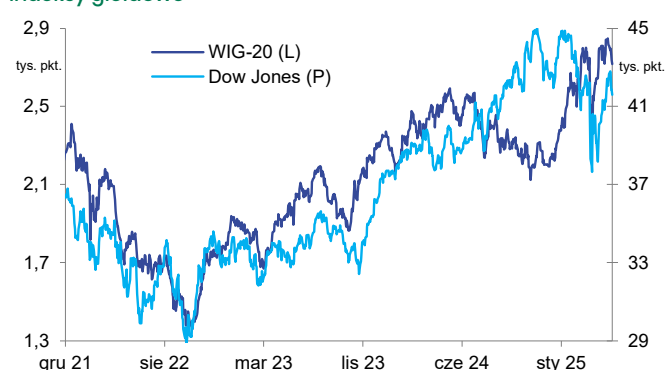
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



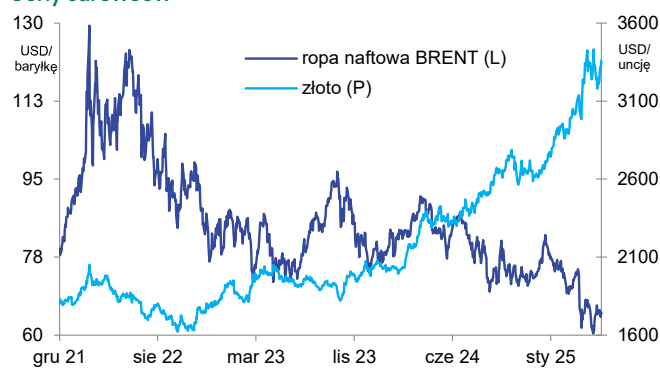
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



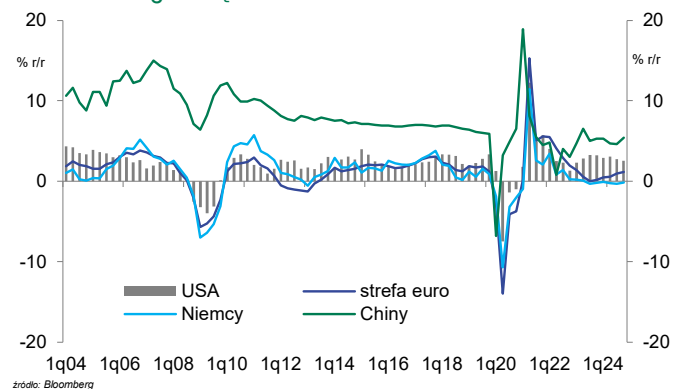
źródło: Bloomberg

2025-05-26

Klauzula poufności: BOŚ jawne

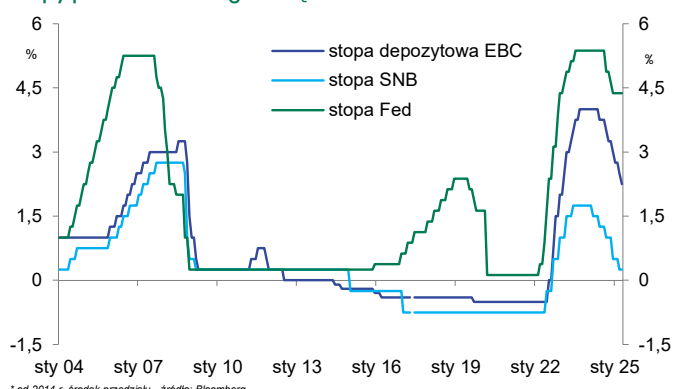
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



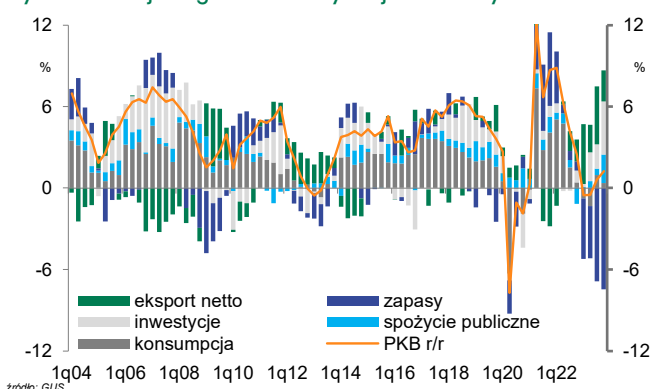
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



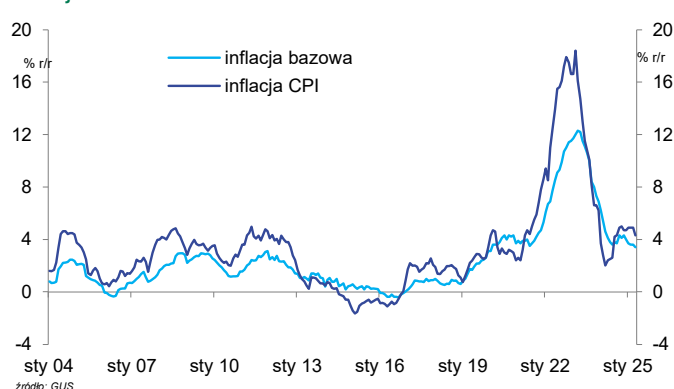
źródło: GUS

Rynek pracy



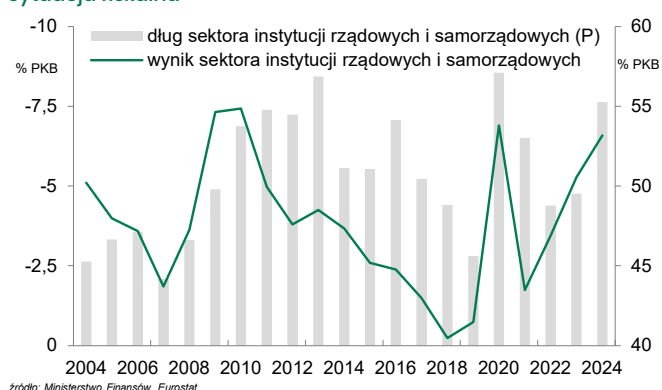
źródło: GUS

Inflacja



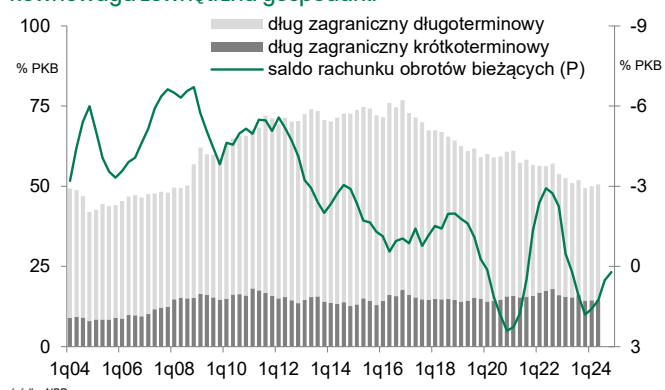
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2025	16.05.2025	23.05.2025	30.06.2025	31.07.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25
WIBOR 3M	%	5,41	5,25	5,22	5,25	5,05	4,85
FRA 3x6	%	4,45	4,83	4,81	-	-	-
FRA 6x9	%	4,06	4,43	4,40	-	-	-
FRA 9x12	%	3,73	4,10	4,08	-	-	-
IRS 2L	%	4,05	4,34	4,31	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	4,29	4,27	-	-	-
IRS 10L	%	4,31	4,62	4,62	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,29	4,59	4,54	4,55	4,50	4,40
Obligacje skarbowe 5L	%	4,60	5,00	5,05	5,00	4,95	4,85
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,42	5,50	5,40	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,28	4,24	4,25	4,25	4,26	4,27
PLN/USD	PLN	3,76	3,79	3,75	3,79	3,82	3,86
PLN/CHF	PLN	4,56	4,53	4,54	4,52	4,52	4,53
USD/EUR	USD	1,13	1,12	1,14	1,12	1,12	1,11
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,16	4,48	4,51	4,35	4,30	4,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,44	2,59	2,57	2,50	2,50	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.