

KOMENTARZ TYGODNIOWY

5 maja 2025

Tydzień pod znakiem banków centralnych. Oczekiwana obniżka stóp NBP, stopy Fed bez zmian.

- W minionym tygodniu utrzymywały się dobre nastroje na globalnym rynku finansowym wobec odbieranej jako bardziej koncyliacyjna postawy USA w relacjach handlowych (np. wobec Chin) i wobec generalnie nieco lepszych od oczekiwań danych z głównych gospodarek. W szczególności opublikowane pod koniec tygodnia solidne kwietniowe dane z amerykańskiego rynku pracy wzmocniły trend wzrostowy na rynkach akcji, podbiły rentowności obligacji na rynkach bazowych oraz wsparły wyhamowanie deprecjacji dolara.

- Opublikowane w minionym tygodniu dane z rynku pracy w USA nie potwierdziły obaw rynkowych (widocznych w notowaniach rentowności obligacji w trakcie tygodnia) przed osłabieniem aktywności gospodarczej z początkiem II kw. w wyniku kwietniowej eskalacji wojny handlowej między USA a Chinami i wysokiej niepewności co do przyszłej polityki handlowej USA. Kwiecienny wzrost zatrudnienia w gospodarce USA okazał się wyższy od oczekiwań rynkowych. Liczba zatrudnionych w sektorach pozarolniczych wzrosła w kwietniu o 177 tys., wobec 185 tys. (po korekcie w dół o 43 tys.) w marcu, powyżej średniej z prognoz rynkowych na poziomie 138 tys. Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi stopa bezrobocia utrzymała się na marcowym poziomie 4,2%, a dynamika wynagrodzeń godzinowych wyniosła 3,8% r/r, nieznacznie poniżej prognoz rynkowych 3,9%. Dane te korespondują z opublikowanymi wcześniej wynikami ankiety JOLTS, wg której liczba nieobsadzonych etatów w USA, w kwietniu wyniosła 7,19 mln wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych (7,49 mln). Dane te wskazały, że skokowe pogorszenie nastrojów przedsiębiorców widoczne w serii ostatnich publikacji regionalnych indeksów koniunktury (w który wpisała się ubiegłotygodniowa publikacja wskaźnika PMI w okręgu Chicago) z początkiem II kw. w ograniczony sposób przełożyło się na decyzje dot. zatrudniania pracowników. Jednocześnie ostatni tygodniowy wzrost wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (dane o sporej zmienności) nakazuje czujność co do dalszego rozwoju sytuacji. Co ciekawe opublikowany w minionym tygodniu wskaźnik aktywności ISM w przemyśle w USA w kwietniu pogorszył się nieznacznie do 48,7 pkt. wobec 49,0 pkt. w marcu, powyżej oczekiwań, czyli także nie wpisał się w pogorszenie wskaźników regionalnych PMI.

- Zbliżony do oczekiwań okazał się wstępny szacunek PKB w USA w I kw. PKB spadł o 0,3% kw/kw ujęciu zanualizowanym (SAAR), wobec mocnego wzrostu notowanego w 2024 r. Jakkolwiek na pierwszy rzut oka spadek PKB w I kw. mógłby wskazywać na wyraźne osłabienie aktywności w USA, to jednak struktura danych wskazuje na bardziej znuansowany obraz gospodarki USA. Spadek PKB był bowiem w głównej mierze efektem skokowego wzrostu importu (prawdopodobnie efektu wzrostu zakupów importowych przed wprowadzeniem przez USA podwyższonych ceł, z którym nie korespondował adekwatny wzrost zapasów) oraz spadku inwestycji publicznych na obronność (efekt ograniczenia pomocy wojskowej USA dla Ukrainy). Miara popytu po wykluczeniu zmiennych

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

składowych PKB (saldo handlu zagranicznego, zapasów i wydatków rządowych) wzrosła o 3% kw/kw SAAR, czyli na poziomie notowanym w 2024 r. co w połączeniu z danymi kwietniowymi z rynku pracy daje solidny obraz gospodarki USA.

- W strefie euro PKB za I kw. z kolei zaskoczył in plus wynikiem 0,4% kw/kw, powyżej prognoz rynkowych stabilizacji dynamiki na poziomie z IV kw. ub.r. 0,2% kw/kw. Tak jak w USA wskazaliśmy na bardziej optymistyczny obraz gospodarki niż wynikałoby to z samej zmiany PKB w I kw., tak w strefie euro z kolei potrzeba ostrożności w zbyt optymistycznej interpretacji ostatnich danych. Zostały one bowiem prawdopodobnie wzmocnione przez efekty jednorazowe: bardzo mocny wzrost PKB w Irlandii (bardzo zmienna kategoria), czy wyraźny wzrost zapasów w niektórych dużych gospodarkach (Francja, Włochy). Silniej od oczekiwań mógł też oddziaływać pozytywny efekt dla eksportu strefy euro silniejszego popytu w USA w obawie przed podwyższeniem ceł.
- W obszarze danych inflacyjnych, w USA marcowa inflacja PCE okazała się zbliżona do oczekiwań (podstawowy marcowy indeks PCE na poziomie 2,3% r/r, bazowy na poziomie 2,6% r/r), natomiast wstępny szacunek kwietniowego HICP zaskoczył wyższymi wynikami. W szczególności wskaźnik bazowy, po wykluczeniu żywności i energii wzrósł do 2,7% r/r (z 2,4%), powyżej prognoz rynkowych 2,5% r/r.
- Podsumowując opublikowane w minionym tygodniu dane nt. aktywności gospodarczej z USA i strefy euro można wskazać, że choć bez wątpienia aktualne jest ryzyko spowolnienia aktywności gospodarki światowej w następstwie realizowanej przez USA polityki handlowej, to póki co nie ujawniły się w „twardych” danych jej znaczące negatywne skutki. To zaś w minionym tygodniu dało rynkom finansowym impuls dla kontynuacji wzrostu popytu na aktywa o wyższym profilu ryzyka.
- W tych warunkach miniony tydzień przyniósł dalszy wzrost notowań indeksów akcji po silnym wzroście we wcześniejszym tygodniu. Globalny indeks MSCI wzrósł o 2,8%, indeksy dla USA oraz dla strefy euro wzrosły o 2,9%, zaś dla rynków wschodzących wzrósł o 1,9%. Po spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych w trakcie tygodnia w oczekiwaniu na dane z rynku pracy w USA, koniec tygodnia przyniósł wzrost rentowności o kilkanaście punktów bazowych. W efekcie w skali całego tygodnia rentowności obligacji 10-letnich w USA wzrosły o 7 pkt. baz. powyżej 4,30%, a w Niemczech o 6 pkt. baz. powyżej 2,50%. Na rynku walutowym miniony tydzień przyniósł wyhamowanie trendu spadkowego dolara, który tydzień zakończył w okolicach 1,13 dolara za euro (vs. 1,14 tydzień wcześniej). W relacji do koszyka walut kursy wszystkich walut rezerwowych lekko ostateły się, co było efektem ubiegłotygodniowego wyraźnego wzmocnienia większości walut azjatyckich. Z drugiej strony utrzymywała się negatywna presja na aktywa tureckie.
- Na krajowym rynku finansowym globalny apetyt na ryzyko lekko wsparł polski rynek akcji ze wzrostem WIG o 1% (po ponad 5% wzroście we wcześniejszym tygodniu), przy praktycznie stabilizacji kursu złotego. Na krajowym rynku stopy procentowej w krótszym majówkowym tygodniu rentowności obligacji oparły się wzrostowi rentowności na rynkach bazowych, jednak mogło to być efektem niskiej płynności na rynku.
- Opublikowany w minionym tygodniu wstępny [szacunek krajowej inflacji CPI za kwiecień](#) (4,2% wobec 4,9% r/r w marcu) potwierdził oczekiwania na wyraźny

spadek inflacji spowodowany w dużej mierze efektem wysokiej bazy statystycznej sprzed roku. Pewną niespodzianką jest szacowany przez nas na podstawie opublikowanych danych dalszy spadek inflacji bazowej w kwietniu.

- W bieżącym tygodniu głównymi wydarzeniami kształtującymi sytuację rynkową będą decyzje banków centralnych: dla krajowego rynku – posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, dla światowego rynku – posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (FOMC).
- Wtorkowo-środkowe posiedzenie RPP w powszechnej ocenie przyniesie poluzowanie polityki monetarnej po półtorarocznym okresie stabilnych stóp (od ostatniej obniżki w październiku 2023 r.). Podtrzymujemy ocenę, że najbardziej prawdopodobna skala obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu to 50 pkt. baz. i w efekcie stopa referencyjna NBP zostanie obniżona do poziomu 5,25%. Tak jak wskazaliśmy w komentarzu do kwietniowej gwałtownej zmiany przekazu prezesa NBP – w przeszłości Rada w obecnym składzie „przyspieszała” zmiany decydując się na większą niż mniejszą skalę zmian polityki monetarnej, po tym jak już zakomunikowała zmianę w ocenie perspektyw polityki monetarnej. Jeśli do tego dodamy generalnie słabsze od oczekiwań marcowe dane z polskiej gospodarki (dynamika płać, produkcji i sprzedaży) oraz wyraźny spadek inflacji CPI i szacowane obniżenie inflacji bazowej w kwietniu, to biorąc pod uwagę bardzo adaptacyjną funkcję reakcji Rady obniżka stóp o 50 pkt. baz. wydaje się nam bardziej prawdopodobna niż umiarkowane dostosowanie stóp o 25 pkt. baz.
- Oprócz samej skali majowej obniżki stóp oczekiwany będzie przekaz prezesa NBP dot. kolejnych decyzji RPP. Jeśli RPP obniży stopy o 50 pkt. baz. obstawialibyśmy przekaz tonujący oczekiwania na kolejną obniżkę w czerwcu. Raczej oczekiwilibyśmy sygnału, że Rada powróci do dyskusji o dalszym luzowaniu polityki monetarnej na posiedzeniu w lipcu po zapoznaniu się z projekcją makroekonomiczną NBP.
- Zapewne mniej emocji przyniesie majowe posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 4,25% – 4,50% biorąc pod uwagę dotychczasowe wypowiedzi przedstawicieli FOMC oraz prezesa Fed wskazujące na „brak pośpiechu” w decyzjach komitetu oraz stabilne dane z gospodarki USA (w tym ostatnie z rynku pracy).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (6-7 maja)

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe o 50 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do 5,25%. Całokształt dostępnych informacji i danych w tym wypowiedzi członków RPP wskazują, że poluzowanie polityki monetarnej jest praktycznie przesądzone. Kwestią otwartą pozostaje skala obniżki. W naszej ocenie za prognozą większej niż 25 pkt. baz. (przyjętej jako standardowa skala obniżki stóp) skali obniżki stóp przemawiają: – analiza dotychczasowej funkcji reakcji RPP, która w przeszłości „przyspieszała” zmiany decydując się na większą niż mniejszą skalę zmian polityki monetarnej po tym jak już zakomunikowała zmianę w ocenie perspektyw polityki monetarnej; – generalnie słabsze od oczekiwań marcowe dane z polskiej gospodarki (dynamika płać, produkcji i sprzedaży) oraz – wyraźny spadek inflacji CPI i szacowane obniżenie inflacji bazowej w kwietniu.

Oprócz samej skali majowej obniżki stóp oczekiwany będzie przekaz prezesa NBP dot. kolejnych decyzji RPP. W naszej ocenie, jeśli RPP obniży stopy o 50 pkt. baz. należy liczyć się z przekazem tonującym oczekiwania na kolejną obniżkę w czerwcu, raczej stawialibyśmy na sygnał, że Rada powróci do dyskusji o dalszym luzowaniu polityki monetarnej na posiedzeniu w lipcu, po zapoznaniu się z projekcją makroekonomiczną NBP.

• Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (6-7 maja)

Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma niezmiennie stopy procentowe, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 4,25% – 4,50%.

Dotychczasowe wypowiedzi przedstawicieli FOMC oraz prezesa Fed J. Powella w których podkreślano „brak pośpiechu” w decyzjach komitetu wskazują na niskie prawdopodobieństwo zmiany stóp procentowych. Także publikowane dane makroekonomiczne, w tym przede wszystkim stabilne dane z rynku pracy (wzrost zatrudnienia) oraz jedynie stopniowe tempo dalszej dezinflacji dadzą członkom komitetu komfort w decyzji o dalszej analizie napływających informacji i danych.

Zapewne kluczowym tematem konferencji prasowej pozostanie ocena członków FOMC wpływu zmian w polityce gospodarczej na aktywność gospodarczą i trendy inflacyjne. Ten czynnik, o ile szybciej nie pogorszy się sytuacja na amerykańskim rynku pracy, będzie kluczowym dla decyzji o terminie ponownego poluzowania polityki pieniężnej. Cały czas uważamy, że bieżące zmiany w większym stopniu będą w średnim okresie wpływały na tempo wzrostu aktywności niż inflację (biorąc pod uwagę neutralizujący efekt niższych cen surowców), niemniej wciąż jak na razie niepewność w tej kwestii pozostaje podwyższona.

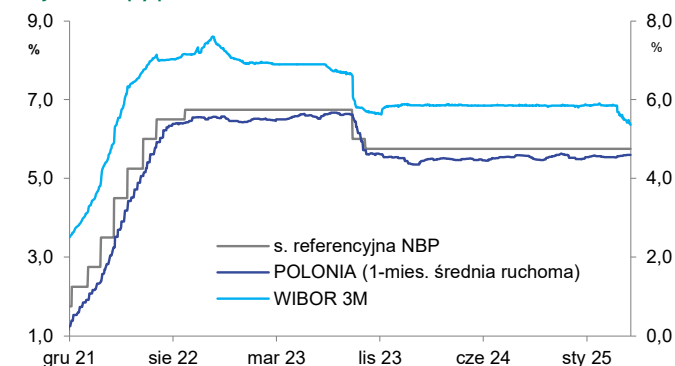
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 5 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	kwi	50,8 pkt.	49,6 pkt.	-
wtorek 6 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	kwi	51,9 pkt.	51,7 pkt.	-
środa 7 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	mar	0,0% m/m	1,1% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	mar	0,3% m/m	-0,1% m/m	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	maj	3,75%	3,50%	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	maj	5,75% (ref)	5,25% (ref)	5,25% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	maj	-	-	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	maj	4,25% – 4,50%	4,25% – 4,50%	4,25% – 4,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	maj	-	-	-
czwartek 8 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	mar	-1,3% m/m	0,9% m/m	-
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	maj	4,50%	4,25%	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	maj	-	-	-
piątek 9 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	kwi	12,4% r/r	-	-
03:00	CHN	Import	kwi	-4,3% r/r	-	-
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP	kwi	-	-	-
sobota 10 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	kwi	-0,1% r/r	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

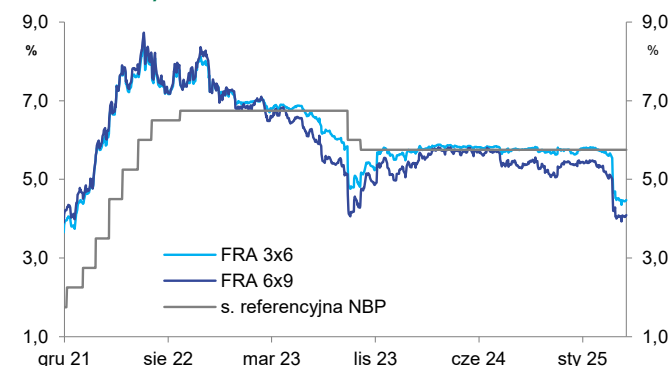
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



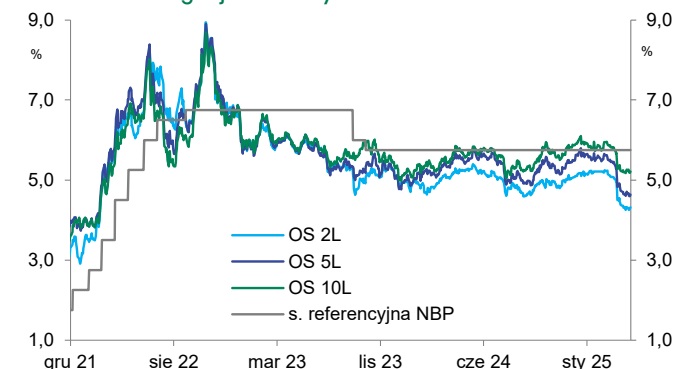
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



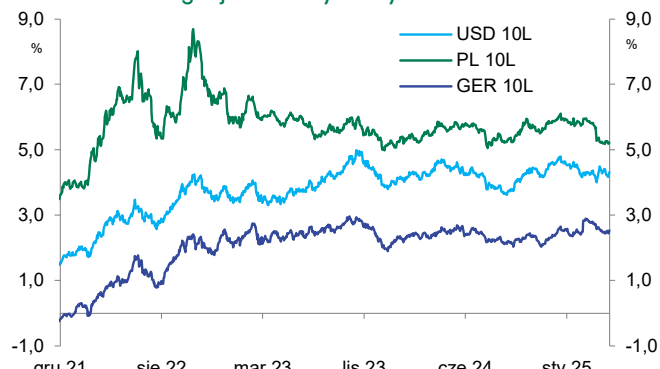
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



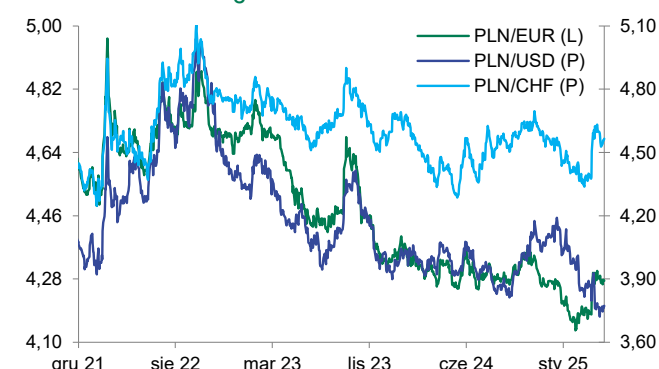
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



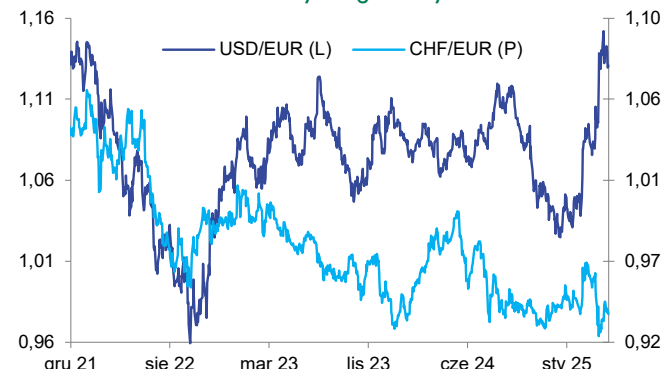
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



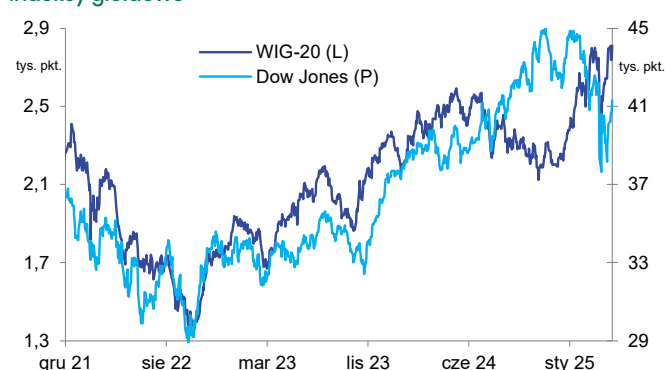
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



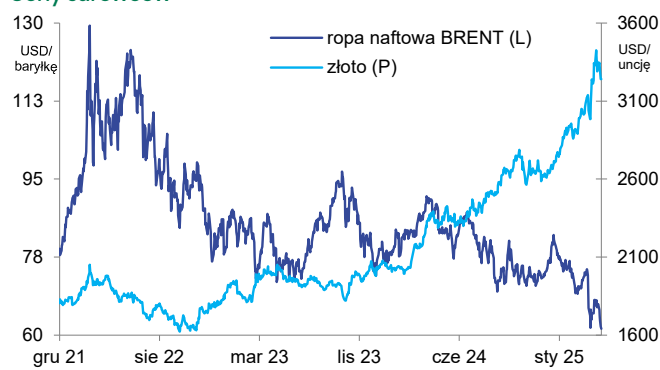
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



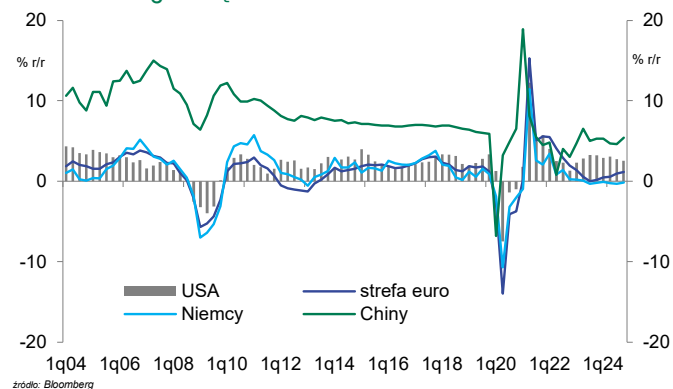
źródło: Bloomberg

2025-05-05

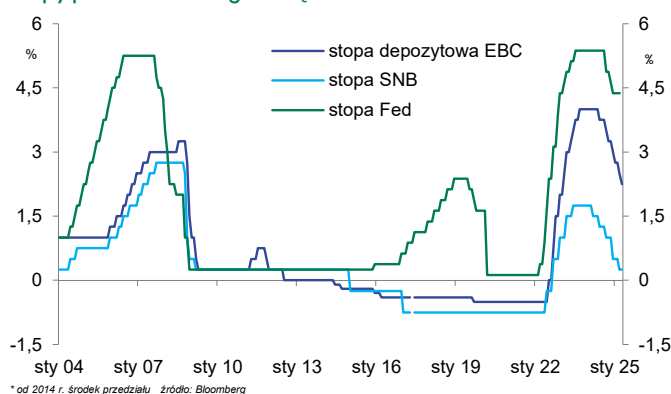
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

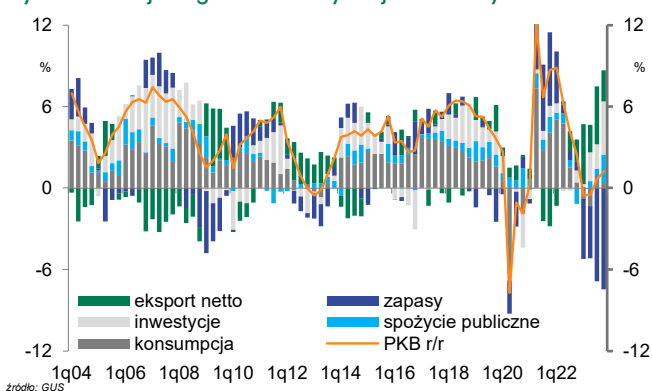
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



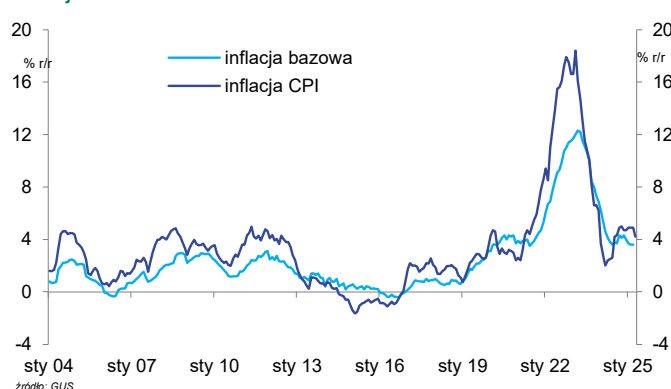
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



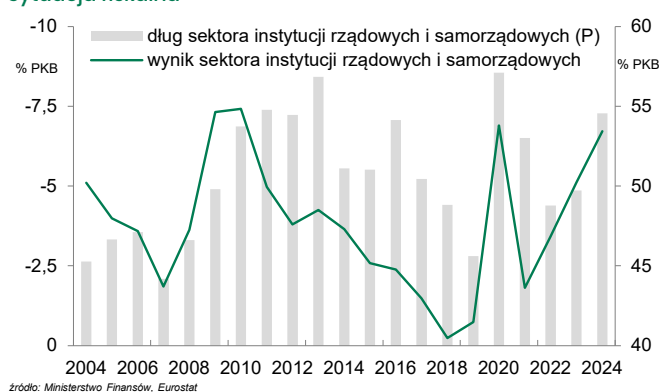
Rynek pracy



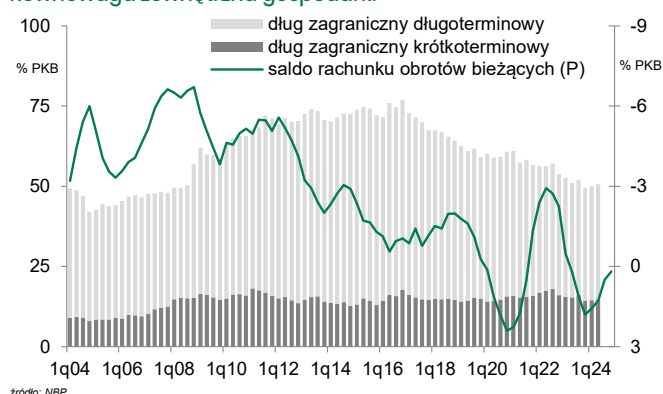
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2025	25.04.2025	02.05.2025	31.05.2025	30.06.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	5,75	5,75	5,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	4,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	4,75	4,75	4,25
WIBOR 3M	%	5,41	5,42	5,36	5,30	5,25	4,85
FRA 3x6	%	4,45	4,47	4,48	-	-	-
FRA 6x9	%	4,06	4,06	4,09	-	-	-
FRA 9x12	%	3,73	3,78	3,76	-	-	-
IRS 2L	%	4,05	4,09	4,08	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	4,02	4,00	-	-	-
IRS 10L	%	4,31	4,39	4,34	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,29	4,30	4,32	4,34	4,35	4,35
Obligacje skarbowe 5L	%	4,60	4,68	4,64	4,70	4,70	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,25	5,21	5,33	5,35	5,30
PLN/EUR	PLN	4,28	4,27	4,28	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,76	3,76	3,77	3,81	3,82	3,89
PLN/CHF	PLN	4,56	4,53	4,57	4,57	4,57	4,56
USD/EUR	USD	1,13	1,14	1,13	1,13	1,13	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	2,25	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,16	4,24	4,31	4,15	4,05	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,44	2,47	2,53	2,45	2,45	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.