

KOMENTARZ TYGODNIOWY

28 kwietnia 2025

Złagodzenie tonu przez administrację Trumpa poprawia nastroje na rynkach akcji. Rozczarowały marcowe dane z polskiej gospodarki.

- Miniony tydzień przyniósł solidne odreagowanie na rynkach akcji. Ta zmiana nastrojów nie nastąpiła w reakcji na nowe decyzje a raczej na bardziej konciliacyjne wypowiedzi prezydenta Trumpa i przedstawicieli jego administracji. Najważniejsze z nich to wypowiedź prezydenta, iż nie ma zamiaru odwoływać ze stanowiska prezesa Fed Jerome Powella, a jedynie krytykuje jego politykę pieniężną oraz informacje o trwających negocjacjach handlowych z licznymi krajami, w tym nawet wskazanie na chęć porozumienia handlowego z Chiną.
- Informacje te poskutkowały solidnymi wzrostami cen akcji w poświęconym, krótszym tygodniu. Globalny indeks MSCI wzrósł o 4,2%, indeks dla USA zwiększył o 4,7%, a dla strefy euro o 3,8%. Indeks MSCI dla rynków wschodzących wzrósł o 2,5%, przy wzroście napływu kapitału zagranicznego i aprecjacji walut rynków wschodzących.
- Na rynku walutowym spadek globalnej awersji do ryzyka uwidocznił się w osłabieniu franka szwajcarskiego i jena japońskiego, natomiast zmiany notowań zarówno euro jak i dolara (w relacji do koszyka walut) były minimalne. W rezultacie kurs euro wobec dolara utrzymywał się w okolicach 1,14 USD/EUR.
- W niewielkim stopniu w minionym tygodniu zmieniły się także notowania rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, przy spadku rentowności amerykańskich 10-latek o 9 pkt. baz. oraz stabilizacji rentowności obligacji niemieckich. W skali tygodnia minimalnie zmieniły się oczekiwania rynkowe dot. skali zmian stóp procentowych Fed i EBC w 2025 r. W dalszym ciągu uszczerbek zaufania inwestorów do aktywów USA jako tzw. „safe haven” cały czas ciąży wycenie dolara i amerykańskich obligacji.
- Opublikowane w minionym tygodniu wstępne szacunki wskaźników koniunktury PMI dla gospodarek rozwiniętych wskazały na istotne spadki indeksów zapowiadające spowolnienia aktywności, zarówno w strefie euro, ale w silniejszym stopniu (choć z mocniejszych poziomów) w USA. Nieco zaskakujący może wydawać się minimalny wzrost indeksu koniunktury w przemyśle strefy euro oraz wzrost kwietniowego indeksu Ifo biorąc pod uwagę ogłoszony w pierwszych dniach kwietnia plan podwyższenia celi przez administrację Trumpa, z drugiej strony oczekiwania dot. przyszłej produkcji w przemyśle PMI osłabły już w kwietniu bardzo wyraźnie. Systematycznie osłabiają się także indeksy koniunktury w usługach, które dotychczas były istotnym sektorem wspierającym aktywność w gospodarkach rozwiniętych i tym samym potwierdzają szeroki negatywny wpływ niepewności na nastroje podmiotów gospodarczych. Zgodnie z opublikowanymi w minionym tygodniu danymi obok przedsiębiorstw słabną także nastroje konsumentów w USA i strefie euro.

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

- Na krajowym rynku finansowym sytuacja przebiegała bardzo podobnie, z dynamicznym wzrostem WIG (o ponad 5%), przy praktycznie stabilizacji kursu złotego i jedynie kilkupunktowymi zmianami rentowności obligacji, stawek IRS i FRA.
- Wypowiedzi członków RPP nie miały wpływu na sytuację rynkową, przy potwierdzających się dotychczasowych sygnałach redukcji stóp o 25 – 50 pkt. baz. oraz ok. 100 pkt. baz. w całym 2025 r. Wypowiedź prezesa NBP o „bardziej optymistycznych niż dotychczas przewidywano perspektywach inflacji” i „przestrzeni do obniżki stóp w najbliższym czasie” interpretujemy jako potwierdzenie naszego scenariusza majowej obniżki stóp procentowych.
- Na sytuację rynkową nie wpłynęły także publikacje danych makroekonomicznych z polskiej gospodarki, które w większości zaskoczyły negatywnie. Marcowe dane potwierdziły trwającą [stagnację w przemyśle](#) oraz założenia dot. [braku odbicia aktywności w budownictwie](#) z początkiem roku. Na słabszym poziomie ukształtowała się [dynamika sprzedaży detalicznej](#), choć w tej kwestii w głównej mierze należy wskazywać na silniejszy negatywny wpływ czynników sezonowych. Sytuacja w krajowej gospodarce z początkiem br. nie zmieniła się istotnie, co utrzymywało [słabszy popyt na prace](#), który obok zmian regulacyjnych (poziom płacy minimalnej) przekłada się na [silniejszy spadek dynamiki płac](#) w 2025 r. Z drugiej strony te zmiany popytu wciąż nie są na tyle mocne, aby skutkować wyraźnym wzrostem [stopy bezrobocia](#) i ryzykiem silniejszego spowolnienia konsumpcji oczywiście przy założeniu braku scenariusza silnej globalnej recesji w 2025 r.
- Słabsze dane marcowe ze sfery realnej wspierają nasz bazowy scenariusz redukcji stóp o 50 pkt. baz. na majowym posiedzeniu RPP. Jeżeli zgodnie z naszą prognozą, śródowna publikacja szacunku *flash* wskaźnika CPI za kwiecień potwierdzi jego spadek poniżej 4,5% r/r (punktowa prognoza 4,3% r/r) wobec 4,9% r/r w marcu ten scenariusz jeszcze zyska na prawdopodobieństwie.
- Choć w nadchodzącym, także krótszym w wielu europejskich krajach tygodniu płynność na rynkowa może się obniżyć, to kalendarz publikacji danych będzie już zdecydowanie bardziej bogaty. Bieżący tydzień rozpocznie publikację danych kwietniowych, tych które w coraz większym stopniu powinny uwzględniać silny wzrost niepewności polityki gospodarczej w USA. Kluczowe będą zapewne piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy, wciąż obecnie najważniejsze dla krótkookresowych decyzji FOMC oraz marcowe wskaźniki wydatków amerykańskich konsumentów i inflacji PCE. Na środę zaplanowane są publikacje wstępnych szacunków wzrostu PKB w I kw. w USA i strefie euro. Choć w USA oczekiwane jest silny spadek tej dynamiki, to prawdopodobnie będzie on wynikał z silnego wzrostu importu, stąd ważniejsze będą informacje dot. skali wyhamowania dynamiki konsumpcji prywatnej. W trakcie tygodnia publikowane będą kolejne wskaźniki koniunktury, w tym indeksy ISM dla gospodarki amerykańskiej oraz wskaźniki PMI dla gospodarki chińskiej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w kwietniu – szacunek *flash* (30 kwietnia)**

Prognostujemy, że w kwietniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 4,3% r/r wobec 4,9% r/r w marcu (wg wstępnego szacunku GUS). Oceniamy, że w kwietniu w kierunku wyraźnego spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływało skokowe obniżenie rocznej dynamiki cen żywności (do 5,1% r/r wobec 6,7% r/r w marcu), głównie w efekcie wysokiej bazy odniesienia sprzed roku (wzrost cen żywności w kwietniu ub.r. w wyniku przywrócenia podstawowej stawki VAT na żywność do poziomu 5%) oraz dalszego obniżenia rocznej dynamiki cen paliw (efekt kontynuacji spadku cen w ujęciu m/m). W kwietniu w ograniczonym stopniu zmieniły się ceny nośników energii. **Szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej wyniósł w kwietniu 3,6%** czyli utrzymał się na marcowym poziomie.

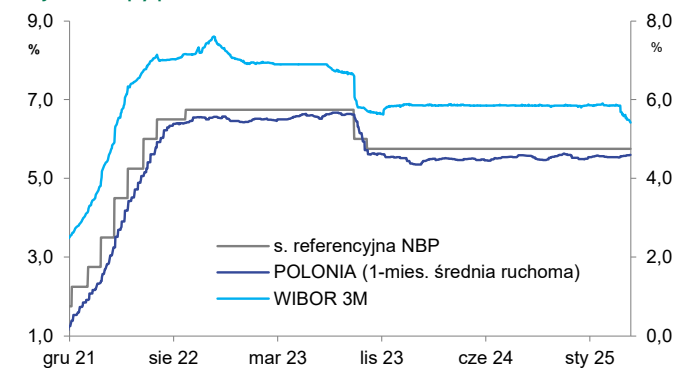
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 29 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	kwi	6,50%	6,50%	-
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	lut	7 568 tys.	7 690 tys.	-
środa 30 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	kwi	50,5 pkt.	49,8 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	kwi	50,8 pkt.	50,9 pkt.	-
08:00	DE	Dynamika PKB (wst.)	I kw.	-0,2% kw/kw (wst.)	0,2% kw/kw	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	kwi	4,9% r/r	-	4,3% r/r
11:00	EMU	Dynamika PKB (wst.)	I kw.	0,2% kw/kw	0,3% kw/kw	-
14:30	US	Wzrost PKB (I szac.)	I kw.	2,4% kw/kw	0,2% kw/kw	-
16:00	US	Wskaźnik inflacji PCE	mar	2,5% m/m	2,2% m/m	-
16:00	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	mar	2,8% m/m	2,6% m/m	-
16:00	US	Dochody gospodarstw domowych	mar	0,8% r/r	0,4% r/r	-
16:00	US	Wydatki gospodarstw domowych	mar	0,4% r/r	0,6% r/r	-
czwartek 1 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	kwi	49,0 pkt.	48,1 pkt.	-
piątek 2 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	kwi	50,7 pkt.	-	50,4 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	kwi	2,2% r/r	2,1% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	kwi	2,4% r/r	2,5% r/r	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	mar	228,0 tys.	130 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	mar	4,2%	4,2%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	mar	3,8% r/r	3,9% r/r	-
sobota 3 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	kwi	51,2 pkt.	-	-
poniedziałek 5 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	kwi	50,8 pkt.	49,6 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

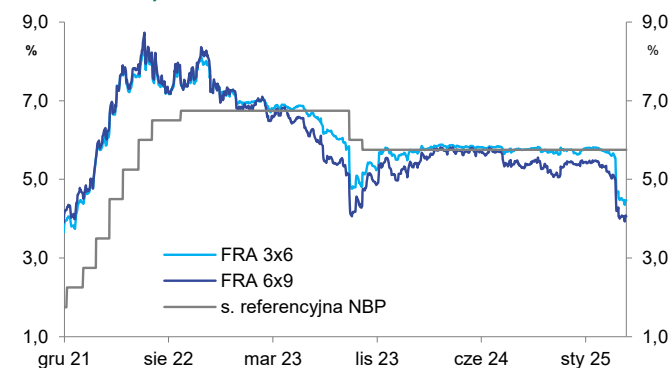
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



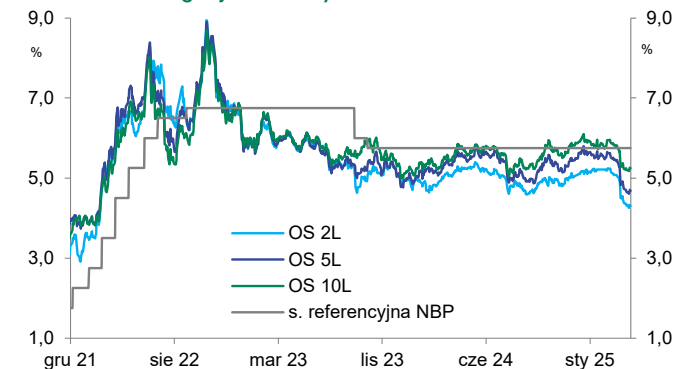
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



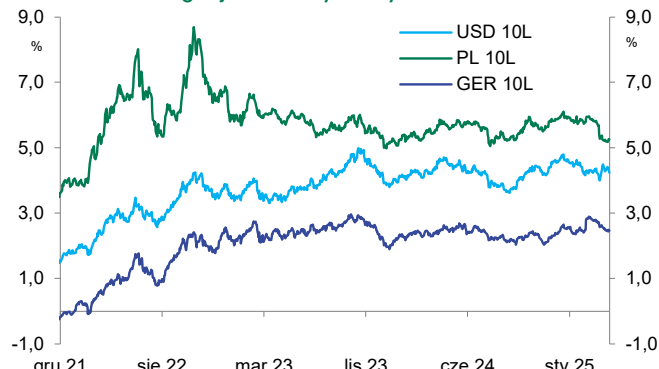
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



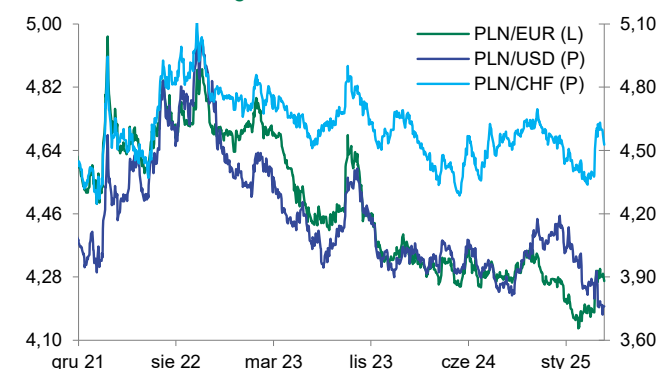
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



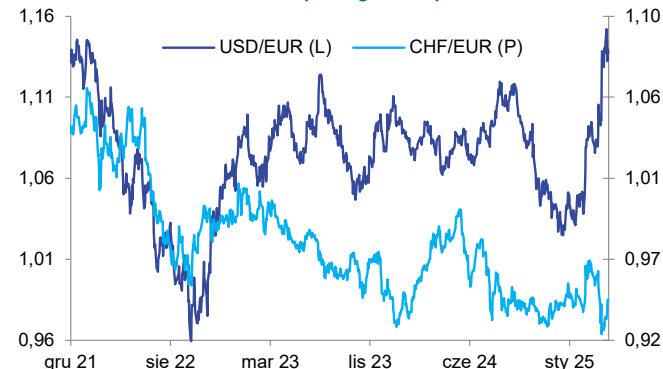
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



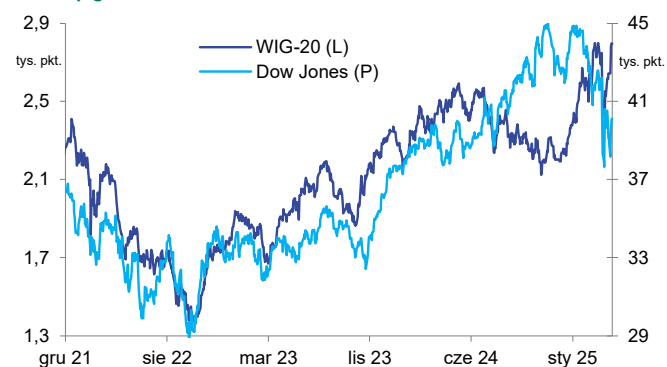
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



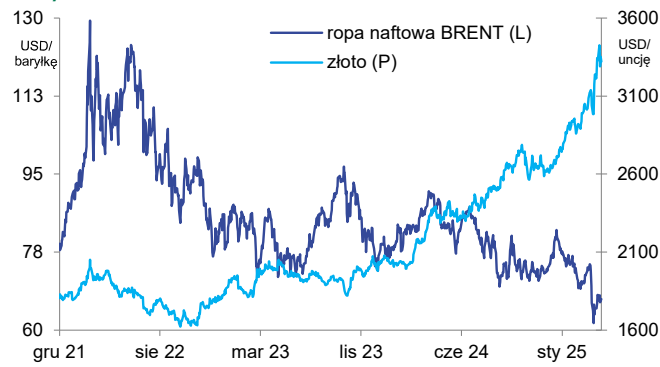
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



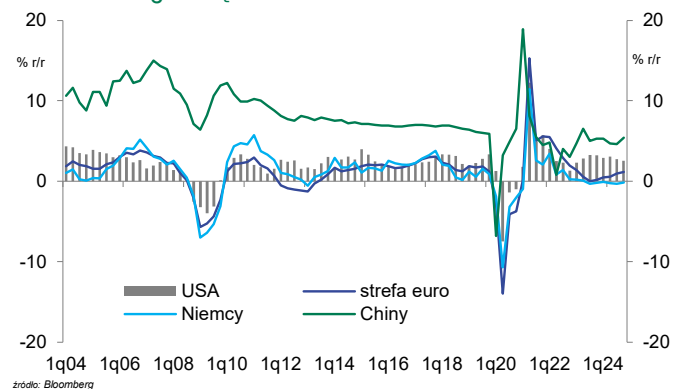
źródło: Bloomberg

2025-04-28

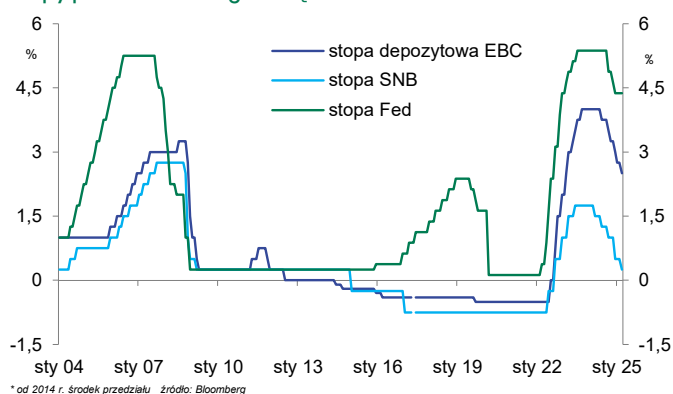
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

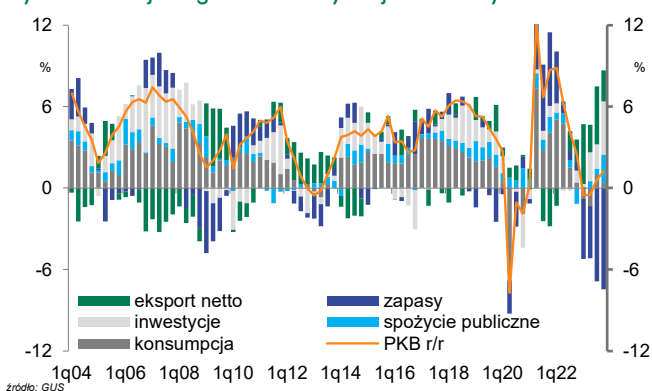
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



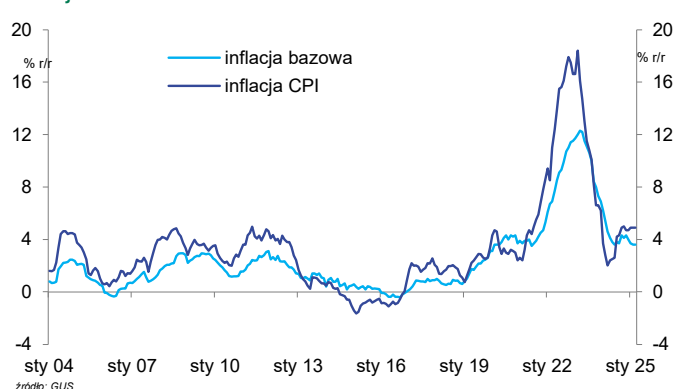
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



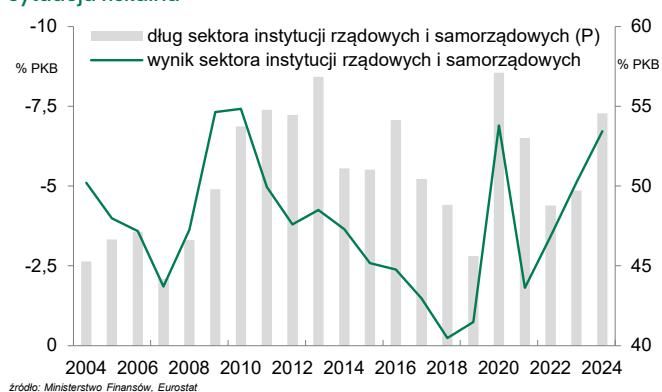
Rynek pracy



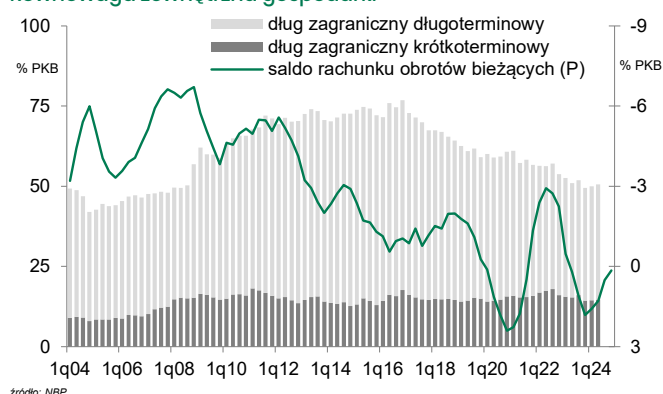
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2025	18.04.2025	25.04.2025	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	%	5,84	5,49	5,42	5,30	5,25	4,85
FRA 3x6	%	5,60	4,47	4,47	-	-	-
FRA 6x9	%	5,06	4,06	4,06	-	-	-
FRA 9x12	%	4,67	3,80	3,78	-	-	-
IRS 2L	%	4,92	4,12	4,09	-	-	-
IRS 5L	%	4,68	4,04	4,02	-	-	-
IRS 10L	%	4,89	4,40	4,39	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,00	4,31	4,30	4,35	4,40	4,40
Obligacje skarbowe 5L	%	5,33	4,65	4,68	4,70	4,70	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,71	5,19	5,25	5,35	5,35	5,30
PLN/EUR	PLN	4,18	4,28	4,27	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,86	3,77	3,76	3,79	3,82	3,91
PLN/CHF	PLN	4,39	4,60	4,53	4,57	4,57	4,56
USD/EUR	USD	1,08	1,14	1,14	1,14	1,13	1,10
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	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	%	4,21	4,33	4,24	4,15	4,05	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,74	2,47	2,47	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.