

KOMENTARZ TYGODNIOWY

19 maja 2025

Korekta po euforii na globalnym rynku. W Polsce wyniki I tury wyborów prezydenckich wskazały, że w II turze rywalizacja będzie wyrównana.

- W reakcji na zawarcie w weekend przed tygodniem rozejmu w relacjach handlowych między USA i Chinami miniony tydzień przyniósł dalszą poprawę nastrojów rynkowych i wzrost popytu na aktywa o wyższym profilu ryzyka. Wraz ze zbliżaniem się końca tygodnia entuzjazm rynkowy wyczerpywał się, a początek bieżącego tygodnia przyniósł korektę. Impulsem do niej było ogłoszenie w weekend przez agencję ratingową Moody's obniżenia ratingu kredytowego USA o jeden poziom wobec najwyższego dotychczas poziomu ratingu inwestycyjnego.
- W Polsce główną informacją z początkiem bieżącego tygodnia były wyniki I tury wyborów prezydenckich, którą wygrał Rafał Trzaskowski, kandydat PO, z poparciem 31,36%. Jednak wyższe od przedwyborczych sondaży poparcie dla wspieranego przez PiS Karola Nawrockiego (29,54%), wraz z rozkładem poparcia na pozostałych kandydatów, wskazuje, że wynik II tury, która odbędzie się za 2 tygodnie 1 czerwca, jest trudny do przewidzenia.
- Deeskalacja w relacjach USA – Chiny dała w minionym tygodniu silny impuls wzrostowy amerykańskim akcjom. Indeks MSCI USA wzrósł w skali tygodnia aż o 5,4% (i znajduje się powyżej poziomów sprzed 2 kwietnia). Pozostałe regionalne indeksy MSCI wzrosły w mniejszej skali – MSCI dla strefy euro o 2,1%, a dla rynków wschodzących o 3%, co wciąż łącznie dało solidny wzrost globalnego MSCI o 4,3%.
- Równoległe wzrost apetytu na ryzyko spowodował wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych – w przypadku USA rentowności 10-letnich papierów wzrosły o 10 pkt. baz. w skali tygodnia, a w przypadku niemieckich bundów o 3 pkt. baz. W obu przypadkach w trakcie minionego tygodnia korekta wzrostowa rentowności była większa i okresowo sięgnęła kilkunastu punktów bazowych.
- Spadek napięć w relacjach USA-Chiny przyniósł też umocnienie kursu dolara – o 0,3% w relacji do koszyka walut oraz poniżej 1,12 dolara za euro na koniec tygodnia, choć w trakcie minionego tygodnia powracające medialne spekulacje o ewentualnej skoordynowanej globalnie działani na rzecz osłabienia dolara ograniczały trend aprecjacyjny dolara. Z początkiem bieżącego tygodnia obniżenie ratingu USA ponownie osłabiło dolara w kierunku 1,13 dolara za euro.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne z USA wskazały na utrzymującą się w USA umiarkowaną inflację CPI, która wyniosła 2,3% r/r w przypadku indeksu podstawowego i 2,8% r/r dla inflacji bazowej (co w pod koniec minionego tygodnia przyczyniło się do ograniczenia skali wzrostu rentowności obligacji). Z drugiej strony w maju wg danych Uniwersytetu Michigan oczekiwania inflacyjne konsumentów ponownie skokowo wzrosły do lokalnego maksimum. Jednocześnie wskaźnik ogólny nastrojów konsumentów wskazał na dalsze pogorszenie nastrojów konsumentów do 50,8 pkt. z 52,2 pkt. w

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

kwietniu, wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych. Natomiast „twarde” dane z gospodarki USA za kwiecień (produkcja przemysłu i sprzedaż detaliczna) wskazały na ograniczone osłabienie aktywności gospodarki USA wobec I kw. Jednym słowem wpływ polityki handlowej Donalda Trampa póki co wpływa na „miękkie” wskaźniki przy ograniczonym wpływie na „twarde” dane.

- Dobre nastroje na globalnym rynku finansowym wsparty w minionym tygodniu utrzymanie na mocniejszych poziomach notowań akcji na GPW i kursu złotego, lecz w samym minionym tygodniu nie przyniosły już dalszego ich umocnienia. WIG pozostał praktycznie bez zmian w skali tygodnia, a kurs złotego w relacji do euro stabilizował się na mocniejszym poziomie w okolicach 4,24 złotego za euro. Z kolei krajowe obligacje skarbowe podążyły za rynkiem globalnym i rentowność obligacji 10-letnich wzrosła o 8 pkt. baz. powyżej 5,40% na koniec tygodnia.
- Publikacje danych nt. polskiej gospodarki nie wpłynęły na notowania krajowych aktywów. Według wstępnego szacunku [PKB w I kw. wzrósł o 3,2% r/r](#) wobec wzrostu o 3,4% w IV kw. 2024 r., zgodnie z naszą prognozą. Z kolei publikacja ostatecznego [szacunku inflacji kwietniowej](#) przyniosła lekką korektę inflacji CPI w górę do 4,3% r/r oraz zgodny z szacunkami po publikacji *flash* spadkiem inflacji bazowej do 3,4% r/r.
- Ubiegłotygodniowa pozytywna reakcja na zawieszenie na 90 dni części zaporowych ceł w relacjach USA-Chiny nie jest zaskoczeniem. Natomiast tak jak wskazaliśmy przed tygodniem – dopiero przebieg faktycznych negocjacji handlowych z poszczególnymi partnerami przyniesie odpowiedź na to jakiego ostatecznie kształtu nabiorą umowy handlowe (skala protekcjonizmu) i w naszej ocenie przestrzeń do negatywnej korekty jest spora.
- Równolegle czynnikiem ryzyka pozostaje podkopanie zaufania do aktywów amerykańskich w kontekście nieprzewidywalnej polityki administracji Trumpa, co w jakimś stopniu odzwierciedla ostatnie obniżenie ratingu USA przez Moody's.
- W globalnym kalendarzu makroekonomicznym najistotniejsza w tym tygodniu będzie publikacja wstępnych majowych szacunków PMI w strefie euro. Oczywiście będzie ona postrzegana przez pryzmat reakcji przedsiębiorców na kwietniowy wzrost niepewności dot. polityki handlowej USA.
- W Polsce rozpocznie się comiesięczna seria publikacji danych dot. sytuacji na rynku pracy, aktywności w obszarze produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej. Będą to pierwsze dane z polskiej gospodarki za II kw.
- Rynki w uwagę śledzić będą przebieg kampanii przed II turą wyborów prezydenckich w Polsce (1 czerwca), choć jej wpływ na rynki, przynajmniej w krótkim okresie, powinien być ograniczony, gdyż zdolność predykcyjna sondaży opinii publicznej spadła, a zatem inwestorom trudno będzie się kierować ich wynikami w strategiach inwestycyjnych. Dopiero ostateczny wynik wyborów może mieć istotniejsze znaczenie dla krajowego rynku, gdyż prawdopodobnie przyniesie wyklarowanie perspektywy rządu i tworzącej go koalicji. Zwycięstwo Rafała Trzaskowskiego powinno spowodować wzmocnienie spójności koalicji rządowej i rządu. Wygrana Karola Nawrockiego może oznaczać ryzyko wzrostu napięć w koalicji rządowej i jednocześnie *de facto* otwarcie kolejnej kampanii przed wyborami parlamentarnymi w 2027 r., co zapewne spotęgowałoby zmienność na krajowym rynku finansowym.

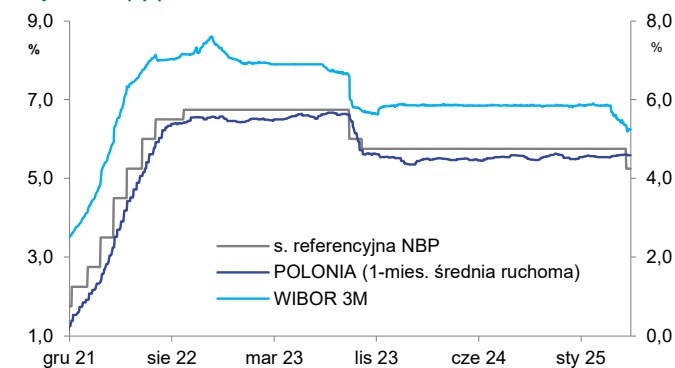
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 21 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	kwi	-0,9% r/r	-0,9% r/r	-0,9% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	kwi	7,7% r/r	8,1% r/r	8,6% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	kwi	3,8% r/r	-0,4% r/r	-0,5% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	kwi	-1,1% r/r	-1,4% r/r	-1,5% r/r
czwartek 22 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	maj	48,4 pkt.	49,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	maj	49,0 pkt.	49,5 pkt.	-
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	kwi	-1,1% r/r	-0,9% r/r	-1,4% r/r
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	maj	49,0 pkt.	49,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	maj	50,1 pkt.	50,5 pkt.	-
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	maj	86,9 pkt.	87,5 pkt.	-
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> ze kwietniowego posiedzenia EBC	kwi	-	-	-
piątek 23 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Dynamika PKB (fin.)	I kw.	0,2% kw/kw (wst.)	0,2% kw/kw	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	kwi	10,3% r/r	10,0% r/r	9,8% r/r
poniedziałek 26 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	kwi	-0,3% r/r	3,4% r/r	3,4% r/r
10:00	PL	Stopa bezrobocia	kwi	5,3%	5,2%	5,2%
15:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezeski ECB Christine Lagarde	maj	-	-	-

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

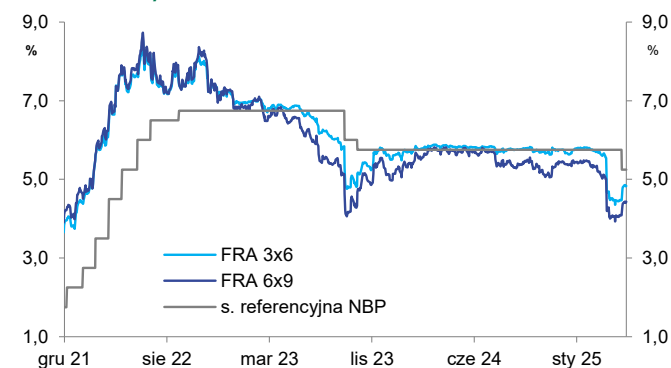
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



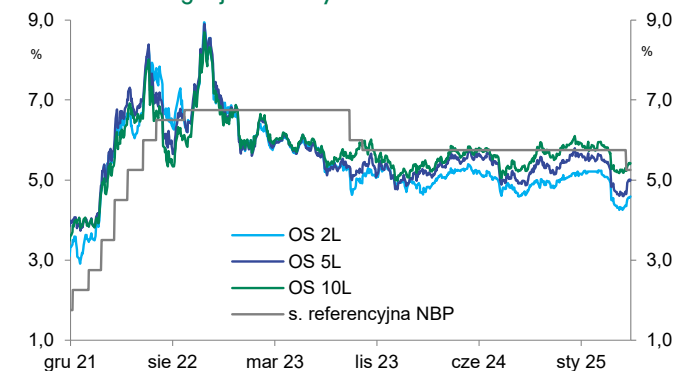
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



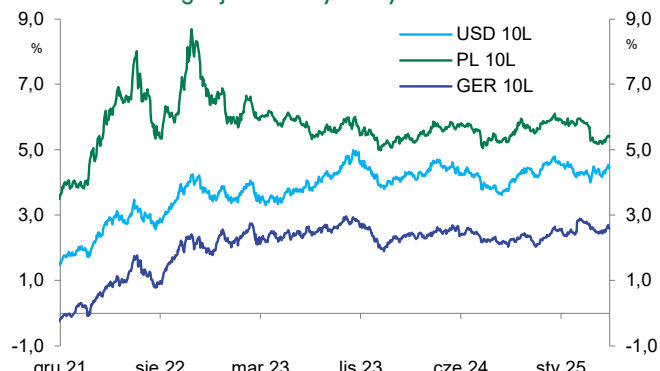
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



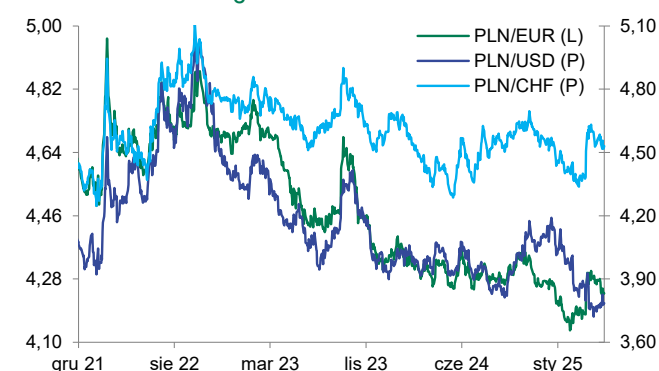
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



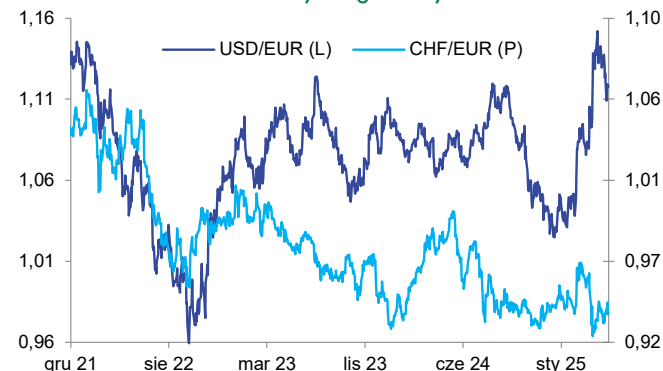
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



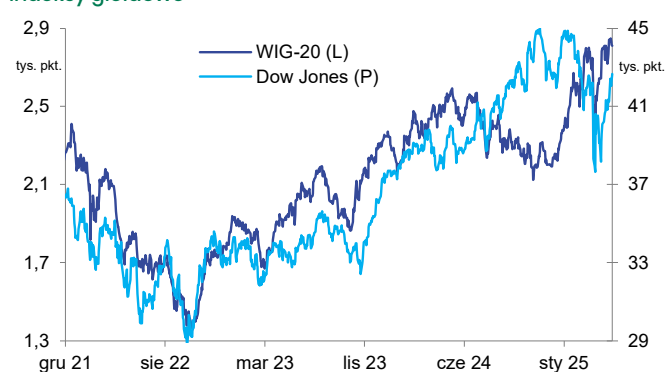
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



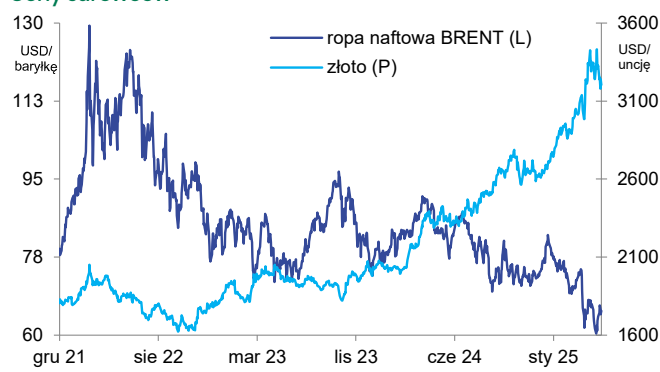
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



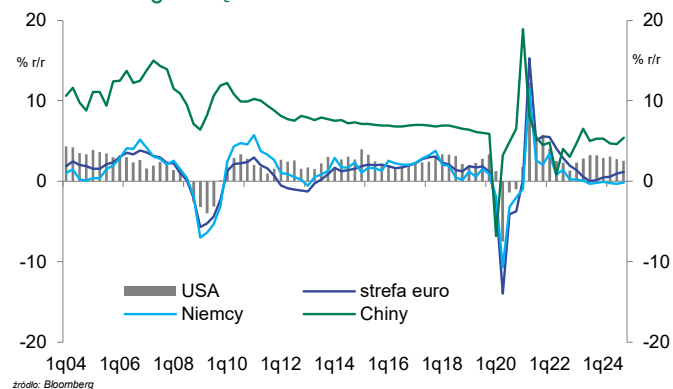
źródło: Bloomberg

2025-05-19

Klauzula poufności: BOŚ jawne

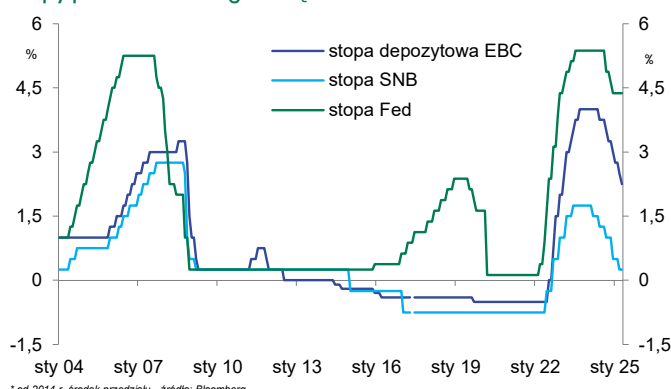
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



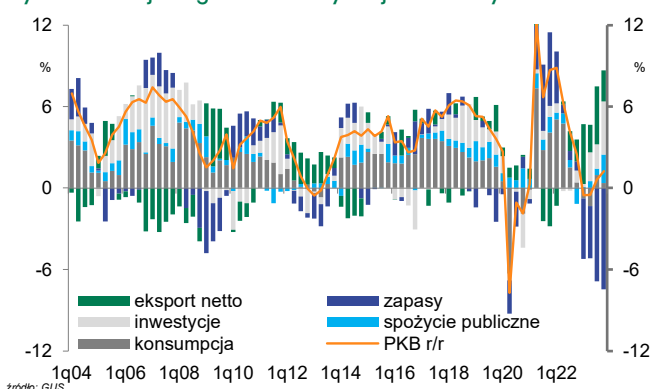
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



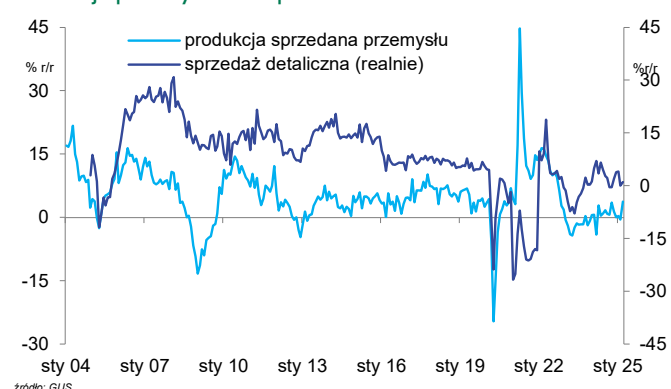
* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



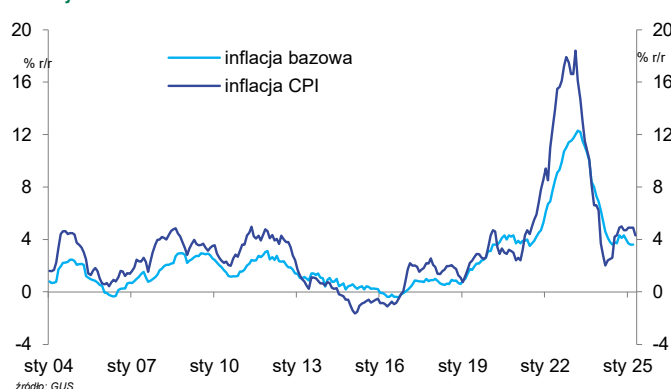
źródło: GUS

Rynek pracy



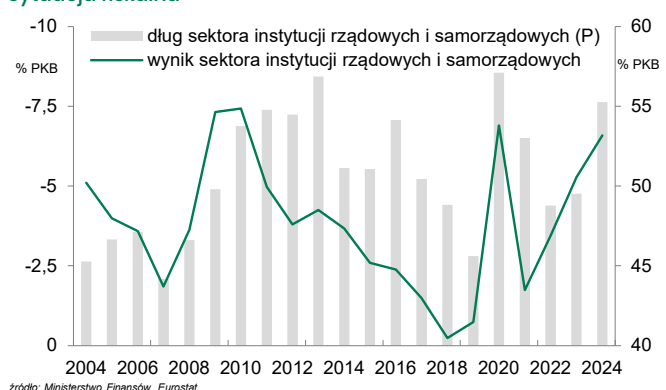
źródło: GUS

Inflacja



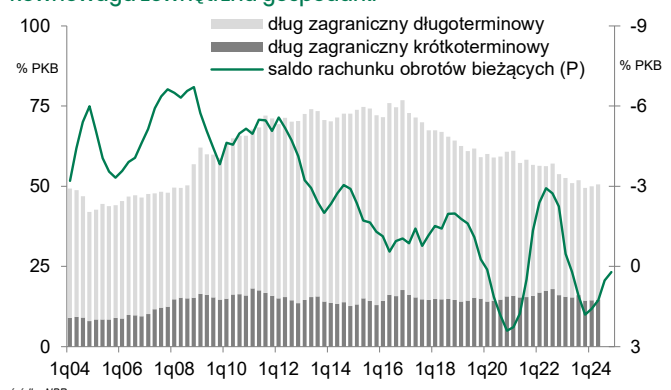
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2025	09.05.2025	16.05.2025	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	5,19	5,25	5,25	5,05	4,85
FRA 3x6	%	4,45	4,80	4,83	-	-	-
FRA 6x9	%	4,06	4,38	4,43	-	-	-
FRA 9x12	%	3,73	4,05	4,10	-	-	-
IRS 2L	%	4,05	4,25	4,34	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	4,16	4,29	-	-	-
IRS 10L	%	4,31	4,49	4,62	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,29	4,52	4,59	4,40	4,40	4,35
Obligacje skarbowe 5L	%	4,60	4,94	5,00	4,70	4,70	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,34	5,42	5,40	5,35	5,30
PLN/EUR	PLN	4,28	4,24	4,24	4,25	4,26	4,27
PLN/USD	PLN	3,76	3,77	3,79	3,79	3,82	3,86
PLN/CHF	PLN	4,56	4,54	4,53	4,52	4,52	4,53
USD/EUR	USD	1,13	1,13	1,12	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	4,38	4,48	4,10	4,00	3,85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,44	2,56	2,59	2,45	2,40	2,35

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.