

KOMENTARZ TYGODNIOWY

17 marca 2025

Obawy przed „wojną handlową” ciężą nastrojom globalnym. RPP nie zmieniła stóp ani przekazu W tym tygodniu oczekiwane posiedzenie Fed.

- W minionym tygodniu sytuacja na globalnym rynku pogarszała się, przy bardziej dominującym czynniku obaw przed eskalacją globalnej wojny handlowej osłabiającej aktywność gospodarki światowej. Choć w minionym tygodniu nie pojawiły się nowe istotne decyzje dot. ceł (ograniczona skala ceł odwetowych wprowadzonych przez UE), to dotychczasowe decyzje oraz w pewnym sensie skrajne groźby werbalne (np. w relacjach USA – Kanada) podbijające obawy przed chaotycznymi decyzjami ciężącymi koniunkturze gospodarczej pogarszały nastroje rynkowe. Być może też inwestorzy liczyli, że wcześniej zapowiadane cła USA na import aluminium i stali (które weszły w życie w miniony poniedziałek) przynajmniej w przypadku części krajów zostaną odwołane lub zawieszone.
- W efekcie w skali tygodnia globalny indeks cen akcji (MSCI) obniżył się o 2,0%, przy spadku indeksu w USA o 2,2%. Lepsza sytuacja aktywów europejskich w minionym tygodniu objawiała się mniejszą skalą spadków. Indeks MSCI dla strefy euro spadł o 0,9%, a w Niemczech „jedynie” o 0,4%.
- Pod koniec tygodnia przyszły kanclerz Niemiec Friedrich Merz potwierdził, że chadeckie partie CDU/CSU i socjaldemokraci porozumieli się z Zielonymi w sprawie zwiększenia zadłużenia Niemiec, aby dodatkowe środki przeznaczyć na cele obronne. Tym samym wzrosło prawdopodobieństwo uchwalenia w bieżącym tygodniu zmian w niemieckim parlamencie.
- Te informacje już w niewielkim stopniu wpływały na pozostałe segmenty rynku finansowego. Na rynku walutowym aprecjacja euro i deprecjacja dolara były już minimalne, a kurs generalnie oscylował w okolicach poziomu 1,085 USD/EUR. W ograniczonej skali w minionym tygodniu zmieniały się rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. 10-letnie obligacje niemieckie wzrosły o 4 pkt. baz., a rentowności amerykańskich 10-latek wzrosły o 10 pkt. baz.
- Choć opublikowane w minionym tygodniu dane z USA (gł. inflacja CPI) raczej powinny wspierać spadki rentowności, to ewidentnie, pomimo większych obaw dot. tempa wzrostu gospodarczego, na rynek stopy procentowej silniej wpływają obawy dot. wpływu wojny handlowej na inflację, co podwyższa rentowności. Tym samym skala oczekiwanych obniżek stóp przez FOMC w br. zmniejszyła się w minionym tygodniu o ok. 15 pkt. baz. (do ok. 65 pkt. baz.).
- Opublikowane w minionym tygodniu dane wskazały na nieco silniejszy od oczekiwań rynkowych spadek inflacji CPI w USA w lutym, w tym inflacji bazowej oraz dalsze silne pogorszenie nastrojów konsumentów. Styczniowe dane dot. sytuacji na rynku pracy wg ankiety JOLTS zaskoczyły nieznacznie pozytywnie, wskazując jak na razie na stabilizację, a nie pogorszenie sytuacji na rynku pracy.
- Lekko pozytywnie zaskoczyły natomiast opublikowane na początku bieżącego tygodnia dane realne z chińskiej gospodarki za okres styczeń – luty,

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

przy wyższym od oczekiwań wzroście sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Z drugiej strony dane monetarne nie wskazują w krótkim okresie na wzrost finansowania prywatnego. Dodatkowo biorąc pod uwagę wzrosty cef USA na import z Chin w lutym oraz w marcu, konieczne jest dalsze luzowanie polityki gospodarczej (zgodnie z zapowiedziami władz Chin).

- Na tle rynku globalnego polskie aktywa zachowywały się w minionym tygodniu bardzo dobrze, w szczególności silny ponad 3-procentowy wzrost indeksu WIG. Kurs złotego w relacji do koszyka walut ani w relacji do euro praktycznie nie zmienił się, pozostając nieco poniżej 4,20 PLN/EUR. W skali tygodnia rentowności krajowych SPW obniżyły się o 7-11 pkt. baz.
- W minionym tygodniu, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami [RPP utrzymała stabilne stopy procentowe](#), w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Z jednej strony przekaz prezesa Głapińskiego podczas czwartkowej konferencji prasowej był „jastrzębi”. Choć prezes nie odpowiedział wprost na pytanie dot. terminu ewentualnej obniżki stóp, to całokształt wypowiedzi prezesa oraz podwyższenie prognozowanej ścieżki inflacji w najnowszej projekcji NBP na przełomie 2025 i 2026 r. może wskazywać na ryzyko późniejszej niż zakładamy w bazowym scenariuszu (lipiec) obniżki stóp NBP. Z drugiej strony, to ryzyko nieco obniża korekta w dół styczniowego wskaźnika CPI o 0,4 pkt. proc., co oznacza niższy punkt startowy dla prognoz inflacji w 2025 r. Zgodnie z danymi GUS w styczniu i lutym [inflacja CPI ukształtowała się na poziomie 4.9% r/r](#).
- Wydaje się, że sytuacja geopolityczna w Europie raczej sprzyja krajowym aktywom. W minionym tygodniu doszło ostatecznie do porozumienia w relacjach USA-Ukraina i zgody Ukrainy na 30-dniowe zawieszenie broni i strona amerykańska zapowiedziała podjęcie rozmów ze stroną rosyjską. W komentarzach przedstawiciele administracji USA byli bardzo powściągliwi. Trudno zatem wciąż analizować potencjalne scenariusze geopolityczne dla regionu, gdyż wciąż perspektywa trwałego rozejmu jest odległa.
- Uwaga rynków w bieżącym tygodniu będzie się pewnie przede wszystkim skupiać na wtorkowym głosowaniu w niemieckim parlamencie ustawy dot. wyłączenia wydatków na obronność z limitu długu. Jeżeli w tym aspekcie nie będzie zaskoczenia, tj. uzyskania zostanie niezbędna większość w obu izbach parlamentu niemieckiego, to uwaga rynków zapewne silniej skupi się na decyzji FOMC i przekazie prezesa Fed. Powszechnie oczekuje się stabilizacji stóp Fed, a ważniejszy dla rynków jest przekaz prezesa dot. możliwości i warunków powrotu do obniżek stóp procentowych przez FOMC. W scenariuszu bazowym nie zakładamy natomiast, aby zmieniła się mediana oczekiwań członków FOMC dot. obniżki stóp w br. łącznie o 50 pkt. baz. Z punktu widzenia nastrojów rynkowych istotne mogą okazać się także lutowe dane ze sfery realnej USA dot. sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej.
- W czwartek rozpocznie się seria publikacji danych ze sfery realnej krajowej gospodarki za luty, gdzie nie oczekujemy istotnych zmian. Zakładamy utrzymanie stabilnej sytuacji na rynku pracy i nieco wyższej dynamiki sprzedaży detalicznej, jednak wciąż stagnacji w przemyśle. Oczekiwane przez nas pogorszenie danych dot. produkcji budowlano-montażowej wynika wyłącznie z założenia okresowego negatywnego wpływu na tę aktywność niekorzystnych lutowych warunków atmosferycznych.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (18 – 19 marca)**

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

Wydzwięk konferencji prasowej po posiedzeniu styczniowym, jak również późniejsze wypowiedzi prezesa Fed (m.in. w I poł. marca) wskazywały na preferencję dla wstrzymania się ze zmianami stóp procentowych w krótkim okresie i dokładniejszej analizy sytuacji gospodarczej, zmian w polityce gospodarczej nowej administracji i ich wpływu na prognozy gospodarcze.

Choć dane ze sfery realnej w minionych tygodniach zaskoczyły negatywnie, wskazując na niższe tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br., to dane z rynku pracy nie pogorszyły się istotnie, a to tylko sytuacja na rynku pracy mogłaby być czynnikiem skłaniającym FOMC do szybszych obniżek stóp. Podobnie w przypadku danych inflacyjnych, choć lutowy wskaźnik inflacji CPI ukształtował się poniżej oczekiwań, to inflacja bieżąca jak również ryzyka dla prognoz pozostają podwyższone.

Zakładamy, że podczas konferencji prasowej prezes Powell utrzyma taką retorykę, tj. wskaże na brak pośpiechu komitetu co do zmian stóp procentowych i przy rosnącej niepewności potrzebę dłuższego okresu analizy danych i informacji. Sądzymy, że w warunkach równoważących się – z punktu widzenia FOMC – czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji, członkowie komitetu nie zmienią istotnie swoich oczekiwań dot. ścieżki stóp procentowych, utrzymując założenie, że w br. stopy procentowe zostaną obniżone łącznie o 50 pkt. baz.

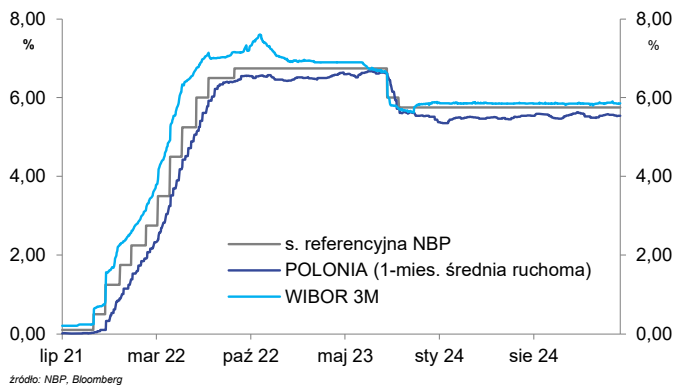
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 17 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	lut	-0,9% m/m	0,7% m/m	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sty	4,0% r/r	4,1% r/r	3,9% r/r
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lut	-	4,0% r/r	3,8% r/r
wtorek 18 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:15	US	Produkcja przemysłowa	lut	-0,1% m/m	0,1% m/m	-
Środa 19 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	mar	4,25% – 4,50%	4,25% – 4,50%	4,25% – 4,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	mar	-	-	-
czwartek 20 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	CH	Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii dot. stóp procentowych	mar	0,50%	0,25%	0,25%
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	lut	-0,9% r/r	-0,9% r/r	-0,9% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	lut	9,2% r/r	8,7% r/r	8,7% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	lut	-1,0% r/r	-1,0% r/r	-1,6% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	lut	-0,9% r/r	-1,2% r/r	-1,5% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	lut	4,3% r/r	2,3% r/r	-2,2% r/r
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	mar	4,75%	4,50%	-
poniedziałek 24 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	46,5 pkt.	-	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	51,1 pkt.	-	-
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	lut	4,8% r/r	3,2% r/r	2,7% r/r
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	47,6 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	50,6 pkt.	-	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lut	9,4% r/r	9,2% r/r	9,9% r/r

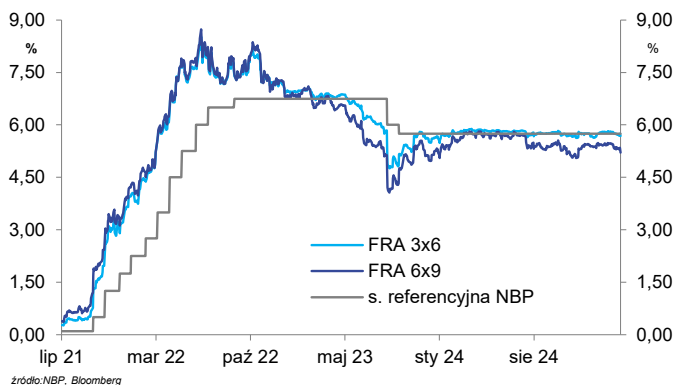
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

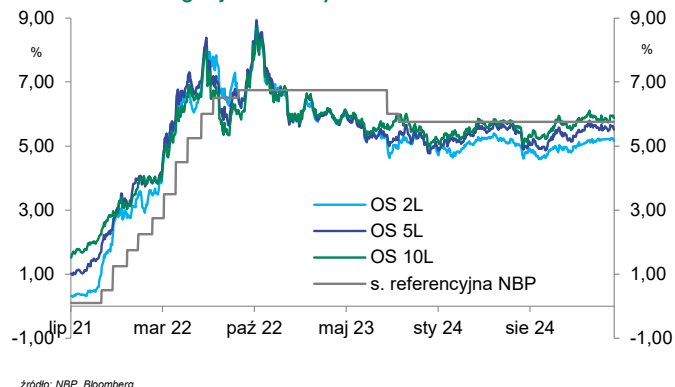
Krajowe stopy procentowe



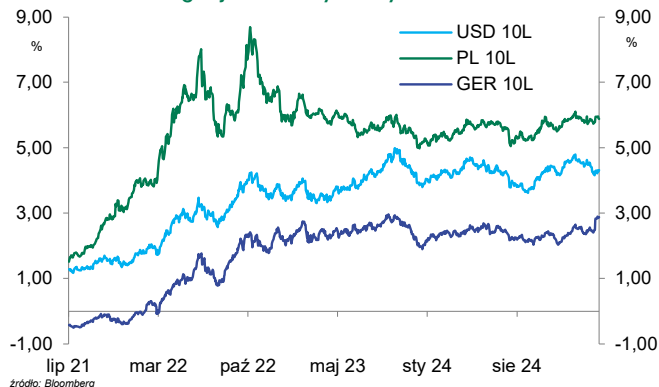
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



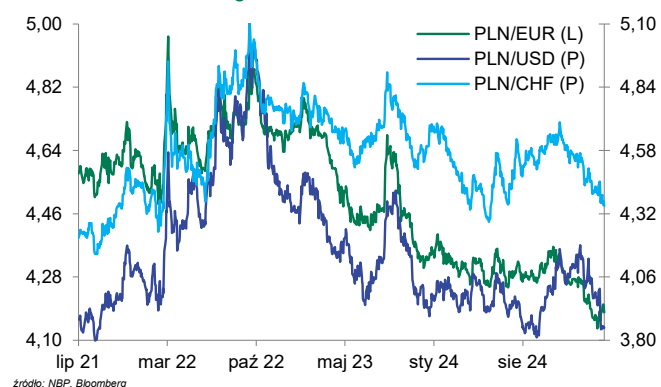
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



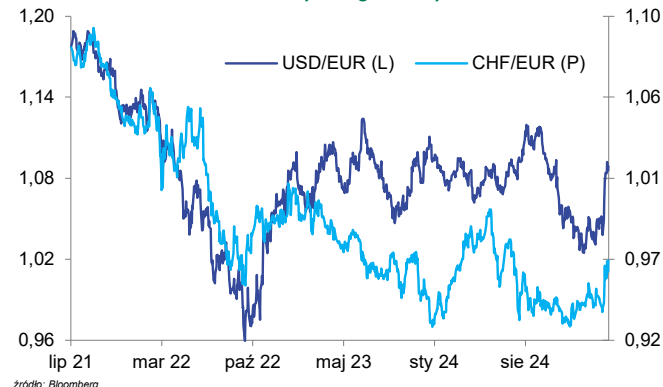
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



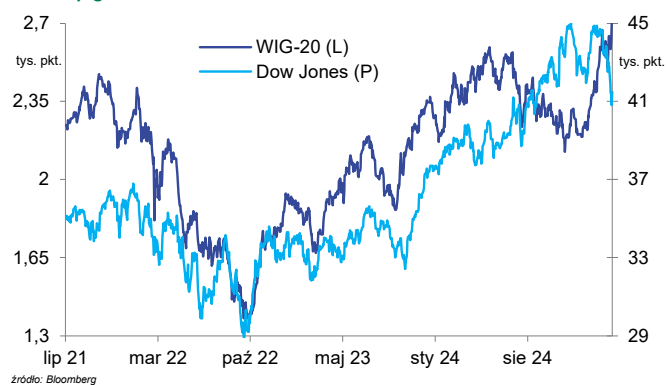
Notowania kursu złotego



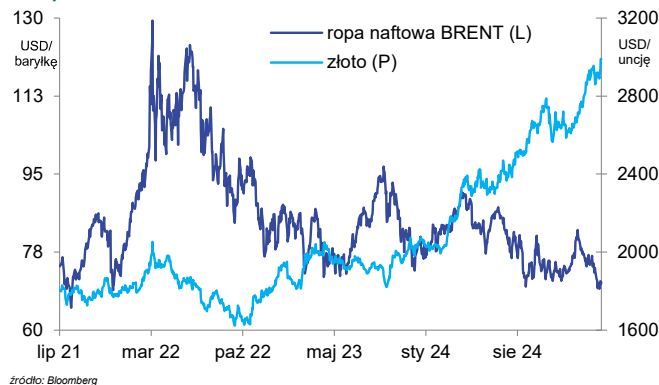
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

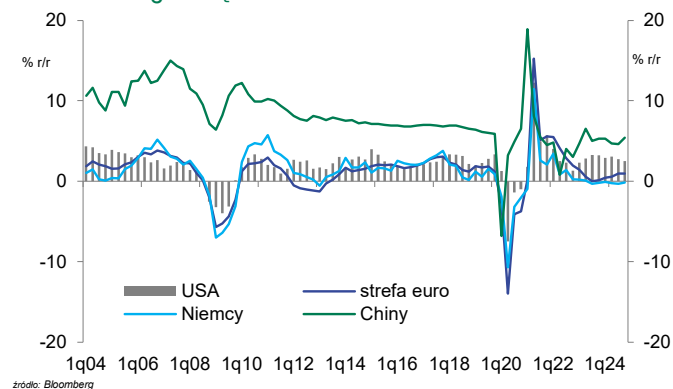


Ceny surowców



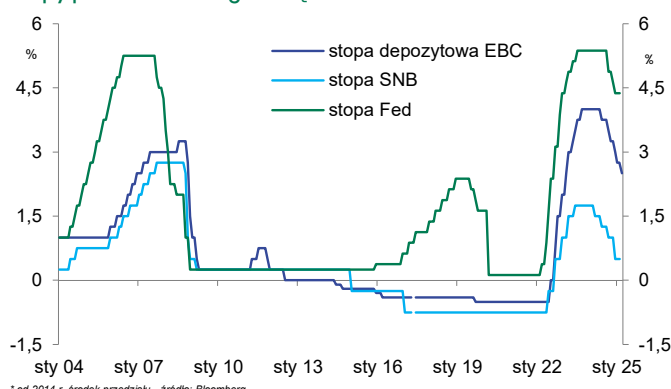
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



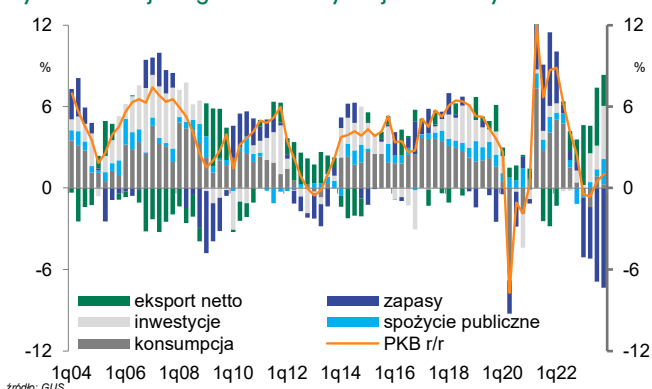
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



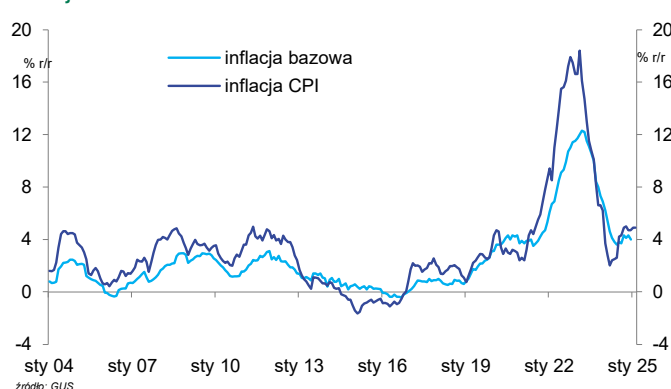
źródło: GUS

Rynek pracy



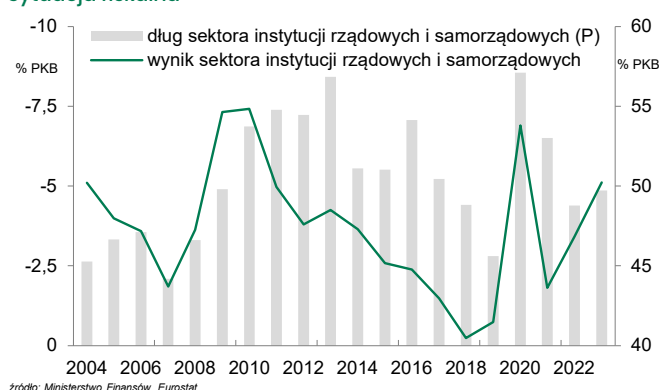
źródło: GUS

Inflacja



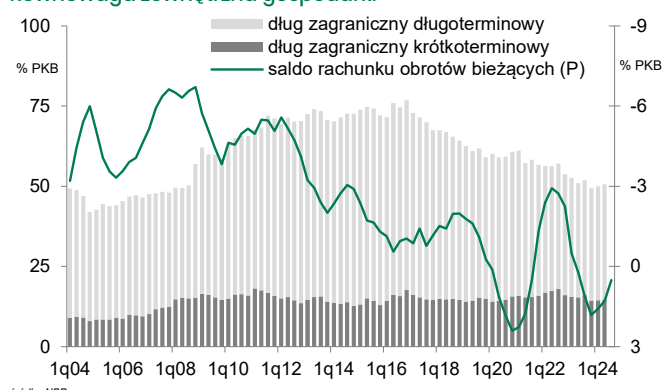
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2025	07.03.2025	14.03.2025	30.04.2025	31.05.2025	30.06.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,86	5,85	5,86	5,85	5,80	5,75
FRA 3x6	%	5,75	5,72	5,69	-	-	-
FRA 6x9	%	5,32	5,33	5,21	-	-	-
FRA 9x12	%	4,88	4,95	4,82	-	-	-
IRS 2L	%	5,09	5,16	5,05	-	-	-
IRS 5L	%	4,79	4,94	4,84	-	-	-
IRS 10L	%	4,94	5,14	5,09	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,22	5,25	5,15	5,20	5,15	5,10
Obligacje skarbowe 5L	%	5,47	5,63	5,51	5,55	5,50	5,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,74	5,95	5,88	5,90	5,85	5,80
PLN/EUR	PLN	4,16	4,18	4,18	4,20	4,20	4,20
PLN/USD	PLN	4,00	3,84	3,85	3,96	4,00	4,00
PLN/CHF	PLN	4,43	4,38	4,35	4,47	4,47	4,47
USD/EUR	USD	1,04	1,08	1,09	1,06	1,05	1,05
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,75	2,50	2,50	2,25	2,25	2,00
Stopa SNB	%	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,21	4,30	4,31	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,41	2,83	2,87	2,70	2,65	2,60

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.