

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

7 stycznia 2025

## Przełom 2024/2025 pod znakiem wyższych rentowności obligacji. W Niemczech zaskoczenie wyższą inflacją, w Polsce CPI niższy od oczekiwań.

- Koniec minionego i początek nowego roku na globalnym rynku minął w miarę spokojnie. Główną tendencją rynkową w tym okresie był wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, w szczególności na rynkach europejskich, gdzie z początkiem roku silniejszy impuls wzrostowy dała nieoczekiwanie wysoka grudniowa inflacja w Niemczech.
- Inflacja w Niemczech wzrosła do 2,6% r/r wobec 2,2% w listopadzie i wobec oczekiwanych 2,4%, głównie za sprawą wzrostu cen żywności i energii. Z kolei inflacja bazowa wzrosła do 3,1% wobec 3,0% w listopadzie.
- W efekcie z początkiem roku obniżyły się oczekiwania rynkowe co do skali obniżek stóp EBC, a rentowności obligacji niemieckich wzrosły na całej długości krzywej dochodowości. W okresie od 20 grudnia do końca minionego tygodnia rentowności 10-letnich papierów wzrosły o 14 pkt. baz. do 2,42%.
- Także na rynku amerykańskim ostatnie dwa tygodnie przyniosły wzrost rentowności obligacji. Natomiast dotyczył on głównie dłuższego końca krzywej dochodowości (rentowności 10-letnie papierów wzrosły o 8 pkt. baz.), i przypadł w większości na okres przedświąteczny – zapewne jako pokłosie „jastrzębiej” grudniowej obniżki stóp Fed. Natomiast początek tego roku przyniósł ponowny lekki impuls wzrostowy rentowności w USA.
- Na przełomie 2024 i 2025 roku napływały informacje z obszaru polityki, które nie pozwoliły całkowicie zapomnieć o wyzwaniach czekających rynki w 2025 r. Pod koniec 2024 r. zgodnie z oczekiwaniami prezydent Niemiec Frank-Walter Steinmeier rozwiązał Bundestag i rozpiął przedterminowe wybory parlamentarne na 23 lutego 2025 r.
- Z kolei z początkiem tego roku "Washington Post" opublikował informację, że Donald Trump rozważa plan, który nadal nakładałby cła na wszystkie kraje, ale zawęzałby ich zakres do wybranych towarów i usług, które stanowią największą konkurencję dla firm w USA. Prezydent elekt zaprzeczył tym doniesieniom.
- Spekulacje nt. możliwości ograniczenia zakresu restrykcji celnych przez USA w połączeniu z wyższą inflacją w Niemczech i ograniczeniem oczekiwań co do skali obniżek stóp w strefie euro ograniczyły z początkiem roku presję na umocnienie dolara w relacji do euro, która była widoczna pod koniec minionego roku i w pierwszych dniach stycznia.
- Ostatecznie w okresie 20 grudnia – 6 stycznia dolar jedynie lekko zyskał na wartości w relacji do euro do poziomu 1,04 dolara za euro, po tym jak w pierwszych dniach stycznia okresowo umocnił się poniżej 1,03 dolara za euro. Do 6 stycznia kurs dolara w relacji do koszyka walut zyskał 0,4%, przy lekkiej aprecjacji euro o 0,2%. Z drugiej strony przez ostatnie dwa tygodnie wyraźniej na wartości stracił frank szwajcarski (o 0,9%) i jen (o 0,3%).

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

- Rynki akcji przez większość okresu świąteczno-noworocznego zachowywały się stabilnie przy niskiej aktywności inwestorów, ze zmianami, które zasadniczo kształtowały się poniżej 1% dla indeksów MSCI. Natomiast bieżący tydzień rozpoczął się pod znakiem wzrostu popytu na ryzykowne aktywa i przyniósł wyraźniejszy wzrost indeksów akcji.
- Przełom roku przyniósł też sporo informacji nt. sytuacji gospodarczej w Chinach. Generalnie indeksy PMI (Caixin i NBS) wskazały na silniejszą od oczekiwań poprawę koniunktury w sektorze usług, przy nadal rozczarowujących notowaniach indeksów w sektorze przemysłowym.
- Na polskim rynku finansowym okres świąteczno-noworoczny minął spokojnie, a płytki rynek generalnie podążał za tendencjami światowymi.
- Kurs złotego pozostawał względnie stabilny w okolicach 4,27 złotych za euro, przy większej zmienności w relacji do dolara. Natomiast z początkiem tego tygodnia powrót dobrych nastrojów na globalne rynki oddziaływał umacniająco na złotego, który dzisiaj odnotował mocne poziomy 4,25 euro za złotego i 4,07 złotego za dolara. W okresie świąteczno-noworocznym WIG był stabilny, natomiast lepsze nastroje na globalnych giełdach z początkiem bieżącego roku także warszawskiej giełdzie dały impuls do silniejszego wzrostu w pierwszych dniach 2025 roku (ponad 2-proc. wzrost WIG).
- W ślad za rynkami bazowymi w ostatnich dwóch tygodniach wzrosły rentowności obligacji skarbowych w tym papierów 10-letnich o blisko 10 pkt. baz. – powyżej 5,90%. Natomiast czynniki krajowe, w szczególności publikacja niższego od oczekiwań wstępnego szacunku grudniowej inflacji CPI w ograniczonym stopniu wpłynęły na sytuację na krajowym rynku stopy procentowej.
- [Grudniowy wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 4,8% r/r](#) wobec 4,7% r/r w listopadzie, poniżej naszej prognozy i mediany prognoz rynkowych (5,0% r/r). Do niższej od prognoz grudniowej inflacji przyczynił się wyraźnie niższy od oczekiwań wzrost cen żywności, co mogło być efektem podwyższonej zmienności cen w wyniku okresowych agresywnych promocji cenowych przed świętami. Szacujemy, że inflacja bazowa wyniosła w grudniu 4,2%, lekko poniżej 4,3% r/r w listopadzie. Niezależnie od grudniowej niespodzianki podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz, że w I połowie tego roku inflacja CPI wzrośnie do przedziału 5-5,5% r/r.
- W najbliższych tygodniach uwaga rynkowa będzie coraz silniej koncentrować się na zapowiedziach w zakresie polityki gospodarczej w kontekście zaplanowanego na 20 stycznia powtórnego objęcia urzędu prezydenta USA przez Donalda Trumpa. To zapewne przyniesie w nadchodzących tygodniach wzrost zmienności rynkowej.
- Natomiast niezmiennie istotne pozostaną publikacje danych makroekonomicznych. W bieżącym tygodniu będą to jak zawsze oczekiwane comiesięczne dane z rynku pracy z USA (w tym comiesięczna ankieta JOLTS), a ponadto grudniowy odczyt indeksu koniunktury ISM w usługach, po tym jak miniony tydzień przyniósł pozytywną niespodziankę nt. grudniowego indeksu ISM w przemyśle (49,3 pkt. wobec 48,4 pkt. w listopadzie).
- Z kolei z Niemiec napłyną informacje nt. kondycji przemysłu (zamówienia i produkcja w listopadzie), zaś z Chin nt. grudniowego eksportu i importu.

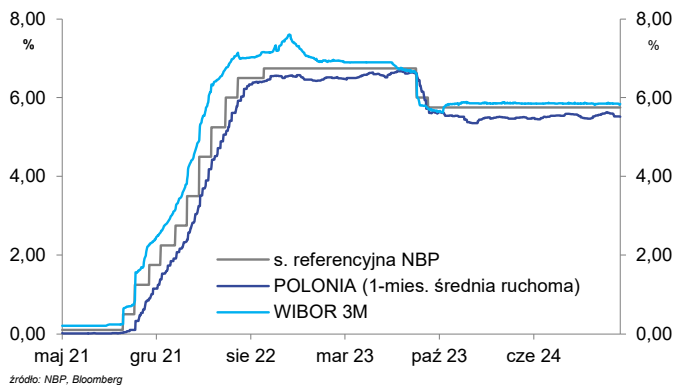
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| wtorek 7 stycznia        |     |                                                          | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
|--------------------------|-----|----------------------------------------------------------|-------|-----------------|----------------|---------------|
| 16:00                    | US  | Indeks koniunktury ISM – usługi                          | gru   | 52,1 pkt.       | 53,0 pkt.      | -             |
| 16:00                    | US  | Liczba wakatów wg ankiety JOLTS                          | lis   | 7 744 tys.      | 7 700 tys.     | -             |
| środa 8 stycznia         |     |                                                          | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 08:00                    | DE  | Zamówienia w przemyśle                                   | lis   | -1,5% m/m       | 0,0% m/m       | -             |
| 20:00                    | US  | Publikacja <i>minutes</i> z grudniowego posiedzenia FOMC | grud  | -               | -              | -             |
| czwartek 9 stycznia      |     |                                                          | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 02:30                    | CHN | Inflacja CPI                                             | gru   | 0,2% r/r        | 0,1% r/r       | -             |
| 03:00                    | CHN | Eksport                                                  | gru   | 6,7% r/r        | 7,4% r/r       | -             |
| 03:00                    | CHN | Import                                                   | gru   | -3,9% r/r       | -1,0% r/r      | -             |
| 08:00                    | DE  | Produkcja przemysłowa                                    | lis   | -1,0% m/m       | 0,6% m/m       | -             |
| 11:00                    | EMU | Sprzedaż detaliczna                                      | lis   | -0,5% m/m       | 0,5% m/m       | -             |
| piątek 10 stycznia       |     |                                                          | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 14:30                    | US  | Zmiana zatrudnienia                                      | gru   | 227,0 tys.      | 152,5 tys.     | -             |
| 14:30                    | US  | Stopa bezrobocia                                         | gru   | 4,2%            | 4,2%           | -             |
| 14:30                    | US  | Godzinowe wynagrodzenia                                  | gru   | 4,0% r/r        | 4,0% r/r       | -             |
| poniedziałek 13 stycznia |     |                                                          | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 14:00                    | PL  | Saldo na rachunku obrotów bieżących                      | lis   | 1,064 mld EUR   | 0,008 mld EUR  | 0,981 mld EUR |

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

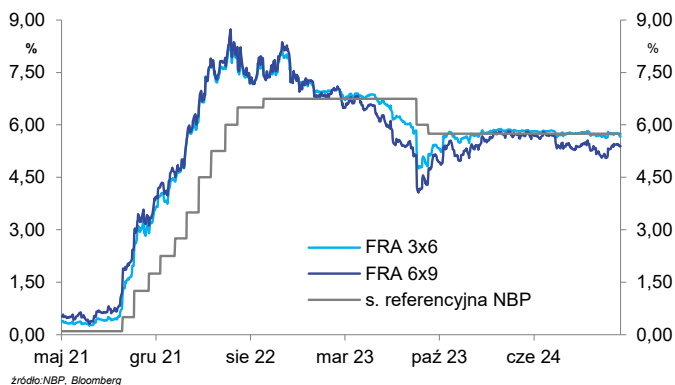
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



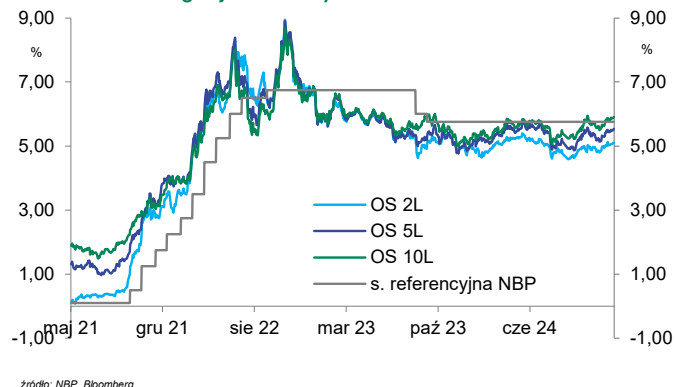
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



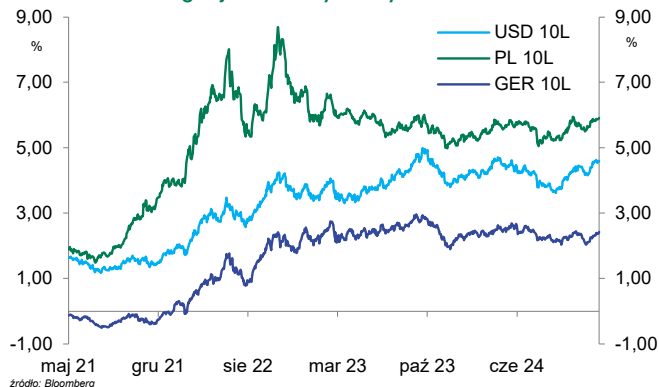
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



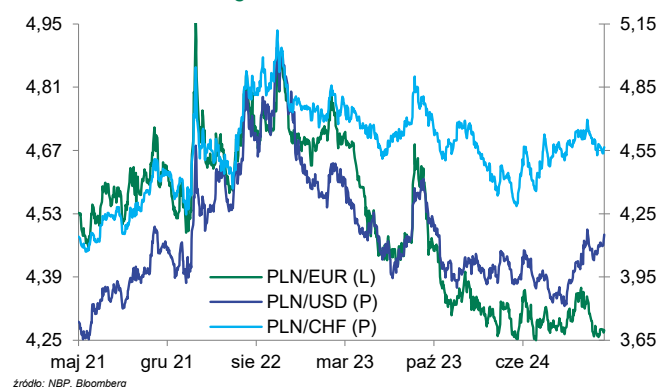
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



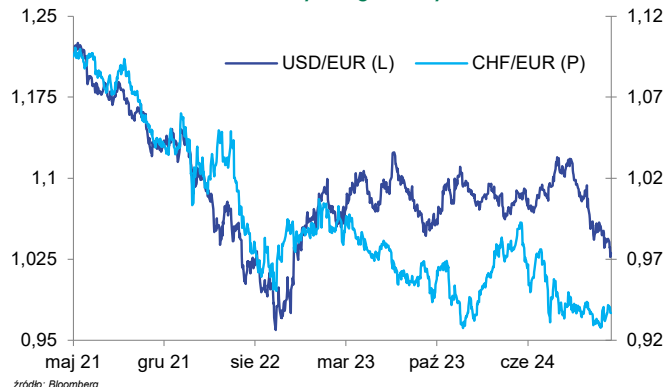
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



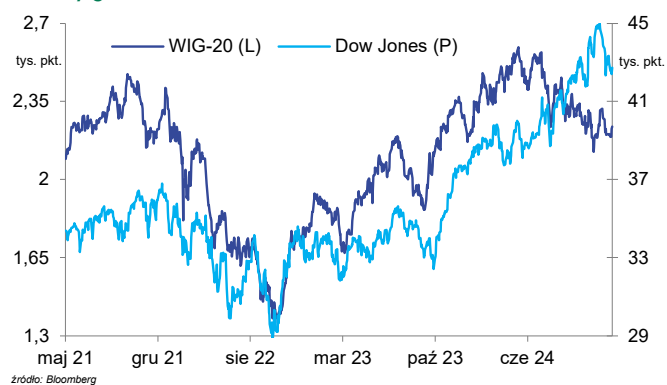
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



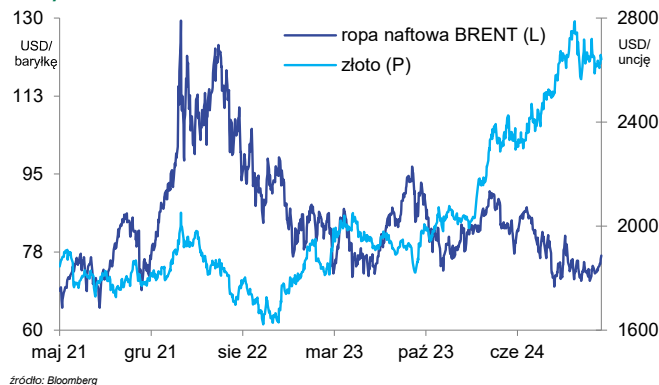
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

### Ceny surowców



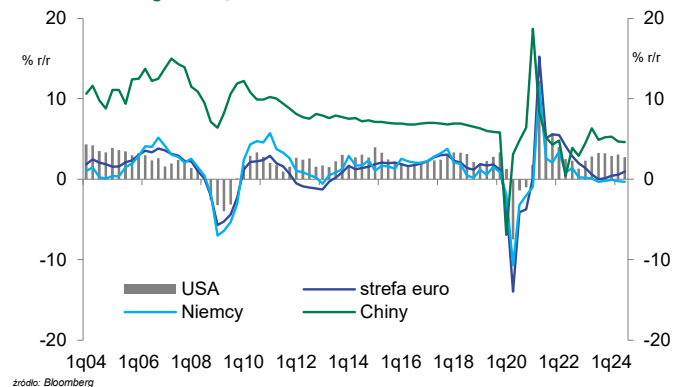
źródło: Bloomberg

2025-01-07

Klauzula poufności: BOŚ jawne

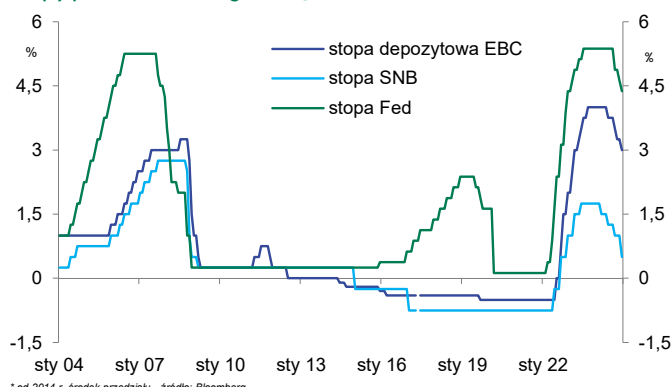
## Sfera realna

### Wzrost PKB za granicą



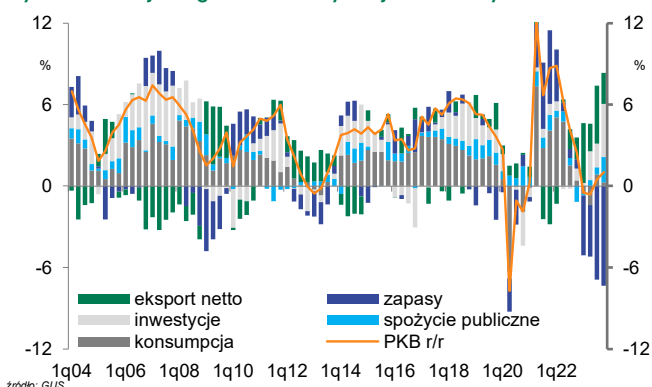
źródło: Bloomberg

### Stopy procentowe za granicą



\* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



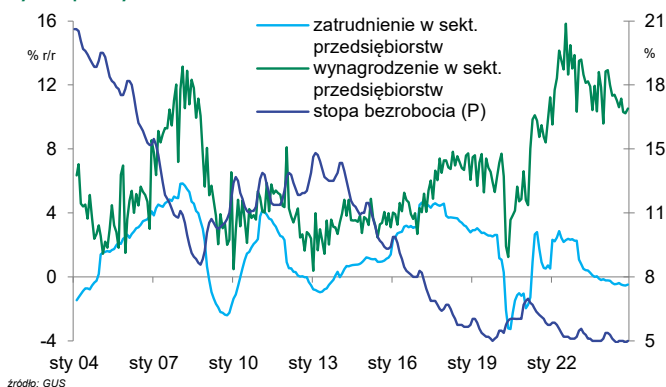
źródło: GUS

### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



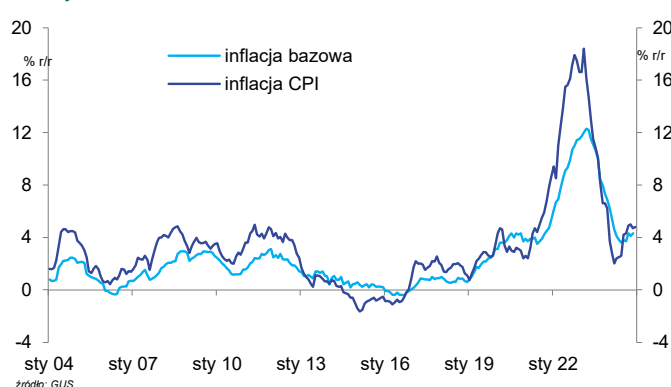
źródło: GUS

### Rynek pracy



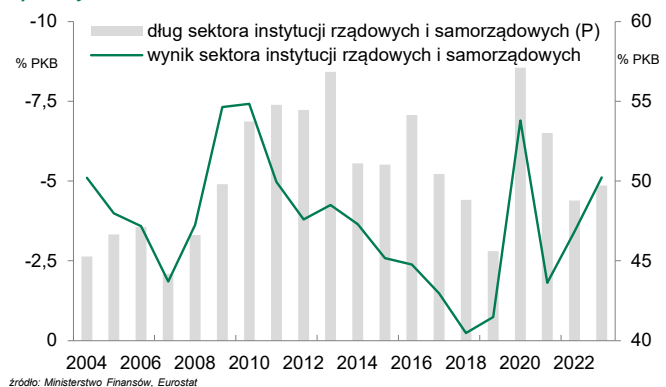
źródło: GUS

### Inflacja



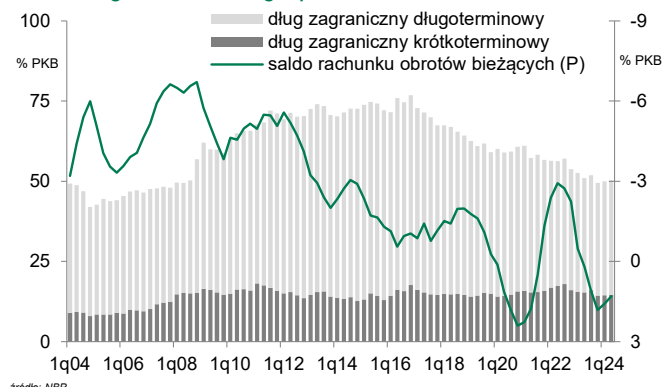
źródło: GUS

### Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

### Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

## Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik                   |     | 20.12.2024 | 31.12.2024 | 03.01.2025 | 31.01.2025 | 28.02.2025 | 31.03.2025 |
|----------------------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 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                   | %   | 5,85       | 5,84       | 5,84       | 5,85       | 5,85       | 5,85       |
| FRA 3x6                    | %   | 5,75       | 5,73       | 5,67       | -          | -          | -          |
| FRA 6x9                    | %   | 5,43       | 5,41       | 5,39       | -          | -          | -          |
| FRA 9x12                   | %   | 5,13       | 5,15       | 5,17       | -          | -          | -          |
| IRS 2L                     | %   | 5,24       | 5,26       | 5,28       | -          | -          | -          |
| IRS 5L                     | %   | 4,99       | 5,04       | 5,09       | -          | -          | -          |
| IRS 10L                    | %   | 5,14       | 5,20       | 5,26       | -          | -          | -          |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 5,01       | 5,08       | 5,10       | 4,90       | 4,90       | 4,90       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 5,43       | 5,48       | 5,53       | 5,10       | 5,00       | 4,95       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 5,82       | 5,87       | 5,91       | 5,65       | 5,40       | 5,30       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,26       | 4,27       | 4,27       | 4,30       | 4,31       | 4,32       |
| PLN/USD                    | PLN | 4,10       | 4,10       | 4,15       | 4,11       | 4,10       | 4,11       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,58       | 4,54       | 4,57       | 4,57       | 4,59       | 4,60       |
| USD/EUR                    | USD | 1,04       | 1,04       | 1,03       | 1,05       | 1,05       | 1,05       |
| Stopa Fed                  | %   | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,25       |
| Stopa depozytowa EBC       | %   | 3,00       | 3,00       | 3,00       | 2,75       | 2,75       | 2,50       |
| Stopa SNB                  | %   | 0,50       | 0,50       | 0,50       | 0,50       | 0,50       | 0,25       |
| Obligacje skarbowe USD 10L | %   | 4,52       | 4,57       | 4,60       | 4,20       | 4,15       | 4,10       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | 2,28       | 2,36       | 2,42       | 2,15       | 2,10       | 2,05       |

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.