

KOMENTARZ TYGODNIOWY

3 marca 2025

Na rynkach finansowych mix wątków makroekonomicznych, geopolitycznych, z obszaru polityki handlowej i pieniężnej.

- Miniony tydzień przyniósł całą serię ważnych informacji z wielu obszarów gospodarczych i geopolitycznych podwyższając niepewność dot. perspektyw gospodarczych i rynkowych. Pojawiające się informacje i publikacje danych podwyższyły zmienność cen aktywów finansowych, wpływając czasami różnokierunkowo na poszczególne segmenty rynku.
- W aspekcie oceny sytuacji gospodarczej, kluczowe był wyraźnie słabszy od oczekiwań wzrost wydatków konsumentów w styczniu. Ich znaczenie zwiększają wcześniej opublikowane wskaźniki wskazujące na pogorszenie nastrojów konsumentów, m.in. w reakcji na obawy przed skutkami wyższych cef na import do USA, czy też zapowiedzi zwolnień w sektorze publicznym. Te dane w połączeniu z sygnałami obniżenia koniunktury w usługach zwiększyły ryzyko wyraźnie słabszego wzrostu PKB w USA w I kw.
- Publikacje danych wsparły skokowy spadek rentowności obligacji skarbowych w USA o ponad 20 pkt. baz., przy wyraźnym wzroście oczekiwanej skali obniżek stóp Fed w br. (o blisko 20 pkt. baz. w II poł. br.). Wpływ słabszych danych i wzrostu globalnej premii za ryzyko okazał się dla rynku obligacji USA silniejszy niż ponowny wzrost obaw przed eskalacją wojny handlowej.
- W minionym tygodniu prezydent USA Donald Trump zapowiedział, że od 4 marca wzrosną cła na import z Kanady i Meksyku (ogłoszone na początku lutego i zawieszone na 30 dni). Ponadto prezydent zapowiedział podwyższenie cef na import z Chin o kolejne 10%. Z drugiej strony przedstawiciele administracji Trumpa wskazali, że ostateczny poziom cef na import z Kanady i Meksyku (określony wcześniej na 25%) zostanie dopiero ostatecznie ustalony przez prezydenta USA.
- Ponowny wzrost obaw dot. polityki handlowej USA w połączeniu ze słabszymi danymi osłabił większość rynków akcji. Globalny indeks MSCI obniżył się o 0,8%, w tym w USA o 1,1%, a w grupie rynków wschodzących aż o 3,8%. Na wartości wyraźnie zyskał dolar (0,8% w relacji do koszyka walut). Pomimo publikacji słabszych danych, wątek wzrostu protekcyjizmu USA oraz globalnej awersji do ryzyka wsparł dolara i obniżył kurs w relacji do euro do 1,04 USD/EUR.
- Nieco inaczej kształtowała się sytuacja na rynku europejskim, przy wzrostach cen akcji (w Niemczech aż o ponad 1%), stabilizacji notowań euro oraz jedynie minimalnym spadku rentowności niemieckich obligacji (6 pkt. baz. dla 10-latek).
- W części mogło to wynikać z generalnie pozytywnego odbioru wyniku wyborów parlamentarnych i scenariusza koalicji składającej się z dwóch partii (CDU/CSU i SPD). Na ograniczenie spadku rentowności obligacji mogły wpływać zarówno oczekiwania na zwiększenie skali wydatków zbrojeniowych w Niemczech (po informacjach o potencjalnej próbie szybszego – jeszcze w obecnym układzie parlamentarnym – przegłosowania zmian

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

konstytucyjnych umożliwiających wzrost długu), jak i nieco większe wątpliwości dot. przyszłej polityki pieniężnej EBC. Z drugiej strony spadek wskaźnika negocjowanych podwyżek płac w IV kw. wsparły prognozy obniżek stóp EBC.

- Choć dane dot. wskaźników koniunktury PMI w strefie euro na początku roku poprawiły się, to w dalszym ciągu sytuacja gospodarcza pozostaje słaba, a czynnikiem ryzyka pozostaje trwałość bieżącego odbicia zamówień eksportowych oraz ostatecznych decyzji USA dot. ceł na import z UE.

- Zmiany na krajowym rynku finansowym w minionym tygodniu były wypadkową zmian na rynku USA i strefy euro. Rentowności krajowych 10-latek obniżyły się o 13 pkt. baz., przy spadkach kontraktów FRA i IRS. Indeks WIG spadł o 1,2%, a wycena złotego praktycznie nie zmieniła się. W trakcie tygodnia złoty zyskiwał jeszcze na wartości, ale osłabienie z końca tygodnia wpłynęło na wzrost kursu w kierunku 4,17 PLN/EUR.

- Na ceny krajowych aktywów nie wpłynęła publikacja pełnych danych dot. [wzrostu PKB w IV kw.](#), która potwierdziła roczną dynamikę na poziomie 3,2% r/r, przy solidnym odbiciu spożycia gospodarstw domowych, słabych wynikach inwestycji i bardzo słabym wzroście eksportu.

- Bardzo trudno ocenić jak na sytuację europejskich i polskich aktywów mogą wpłynąć wydarzenia z weekendu, tj. zerwanie rozmów USA – Ukraina i brak podpisania tzw. umowy o minerałach oraz wyniki szczytu największych państw europejskich, Kanady, Turcji, Ukrainy w Wielkiej Brytanii. Podczas szczytu uzgodniono dalsze przekazywanie Ukrainie pomocy wojskowej, współpracę nad planem wstrzymania walk oraz stworzenie „koalicji chętnych”, by zagwarantować przestrzeganie ewentualnego rozejmu.

- Tak jak dotychczas kwestia podnoszona przez USA zakończenia wojny była trudna do oceny, tak obecnie problemy w rozmowach USA – Ukraina – UE jeszcze bardziej komplikują ten obraz. Choć na pierwszy rzut oka zwiększenie zaangażowania wojskowego (i wydatków zbrojeniowych) w Europie może być odbierane pozytywnie, to wciąż ewentualny brak konkretów może rozczarować. Na czwartek w bieżącym tygodniu zaplanowany jest szczyt UE, na którym zapewne temat sytuacji w Ukrainie będzie dominującym.

- Ważne informacje pojawiają się zapewne w kwestii stawek celnych USA na Meksyk i Kanadę. Na początku bieżącego tygodnia jesteśmy praktycznie w tym samym punkcie co przed miesiącem i należy wskazywać na cały wachlarz potencjalnych rozwiązań, od faktycznego znaczącego wzrostu ceł na te kraje (co miałoby zapewne negatywny wpływ na ocenę rynkową perspektyw gospodarczych także USA), przez decyzje o niższych stawkach, kolejne odroczenie, a nawet osiągnięcie porozumienia i przynajmniej czasowe odejście od tematu.

- Z punktu widzenia prognoz gospodarczych USA bardzo istotne będą publikowane w piątek lutowe dane z amerykańskiego rynku pracy oraz wcześniej, w trakcie tygodnia – wskaźniki koniunktury ISM. Gdyby dane dot. zatrudnienia bądź bezrobocia okazały się gorsze od oczekiwań, to nasiliłoby to dotychczasowe zmiany, gdyż sytuacja na rynku pracy w krótkim okresie jest najważniejsza z punktu widzenia decyzji FOMC.

- Choć czwartkowa decyzja EBC, a raczej konferencja prasowa prezes Lagarde, może być bardziej interesująca niż w miesiącach minionych,

to przy takiej liczbie wątków może ona zejść na dalszy plan. Oczekujemy, że rada EBC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę depozytową do 2,75%. Choć sama obniżka stóp wydaje się przesądzona, istotny będzie komunikat rady po posiedzeniu oraz wypowiedzi prezes EBC podczas konferencji prasowej. Nie wykluczamy pewnych zmian w zakresie oceny restrykcyjności warunków monetarnych i mniej jednoznacznego przekazu dot. obniżki stóp na kolejnym posiedzeniu. Sądzymy jednak, że EBC utrzyma generalny wydźwięk dalszego łagodzenia polityki monetarnej.

- W środę 5 marca rozpocznie się także coroczna sesja chińskiego parlamentu (NPC), na której poruszane będą kwestie celów gospodarczych, ewentualnych zmian w polityce gospodarczej. Na tym spotkaniu może pojawić się także wątek ewentualnych działań odwetowych Chin po kolejnej podwyżce ceł USA. Opublikowane w weekend wskaźniki PMI koniunktury w Chinach uspokoiły co do krótkookresowej koniunktury, niemniej w dłuższym okresie wyzwania utrzymują się. Przy negatywnym wpływie spadku importu z USA, kluczowe dla stabilizowania sytuacji gospodarczej będzie zwiększenia skali luzowania polityki fiskalnej i monetarnej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (6 marca)**

Oczekujemy, że rada EBC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę depozytową do 2,75%. Choć dane ze sfery realnej w ostatnich tygodniach nieco poprawiły się, a dane z sektora bankowego wskazują na wzrost popytu na kredyt, to w dalszym ciągu sytuacja gospodarcza pozostaje trudna jak również utrzymuje się bardzo wysokie ryzyko dla perspektyw wzrostu z tytułu polityki handlowej USA.

Jednocześnie decyzję o obniżce stóp ułatwia ponowny spadek inflacji bazowej w lutym (w niektórych krajach przewyższający prognozy). Ponadto, zgodnie z danymi EBC w IV kw. wyraźnie obniżył się wskaźnik negocjowanych podwyżek płac, co łącznie z kolejnymi informacjami jakościowymi dot. wyników negocjacji w części krajów wspiera dotychczasowy scenariusz wyraźnego obniżenia dynamiki płac w średnim okresie.

Choć sama obniżka stóp wydaje się przesądzona, istotny będzie komunikat rady po posiedzeniu oraz wypowiedzi prezes EBC podczas konferencji prasowej. Zapisy dyskusji z lutego posiedzenia czy też pojawiające się wypowiedzi członków rady wskazują na mniej jednoznaczne stanowisko Rady dot. tempa i skali luzowania polityki monetarnej biorąc pod uwagę dotychczasowe obniżki i zbliżanie się stóp w kierunku poziomu tzw. neutralnej stopy. Nie wykluczamy pewnych zmian w zakresie oceny restrykcyjności warunków monetarnych i mniej jednoznacznego przekazu dot. obniżki stóp na kolejnym posiedzeniu. Sądzymy jednak, że EBC utrzyma generalny wydźwięk dalszego łagodzenia polityki monetarnej.

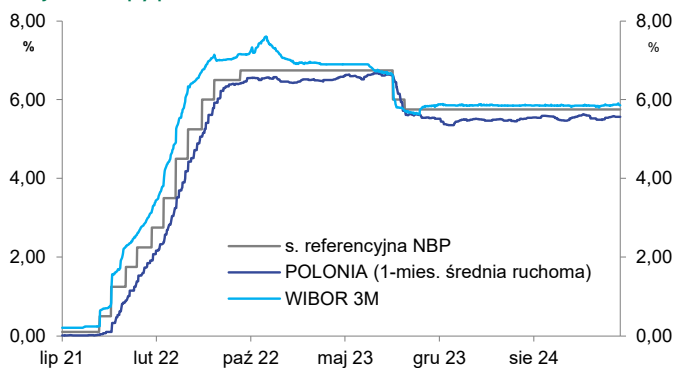
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 3 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lut	50,9 pkt.	49,3 pkt.	-
środa 5 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	lut	51,0 pkt.	50,8 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	lut	52,8 pkt.	53,0 pkt.	-
czwartek 6 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	sty	-0,2% m/m	0,1% m/m	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / st. oper. refin.)	mar	2,75% / 2,90%	2,50% / 2,65%	2,50% / 2,65%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	mar	-	-	-
piątek 7 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	lut	10,7% r/r	7,3% r/r	-
03:00	CHN	Import	lut	1,0% r/r	-1,5% r/r	-
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	sty	6,9% m/m	-2,4% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (II rew.)	IV kw.	0,9% kw/kw (I rew.)	0,9% kw/kw	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	lut	143,0 tys.	156,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	lut	4,0%	4,0%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	lut	4,1% r/r	4,1% r/r	-
niedziela 9 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI	lut	0,5% r/r	0,4% r/r	-
poniedziałek 10 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	sty	-3,1% m/m	-0,7% m/m	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

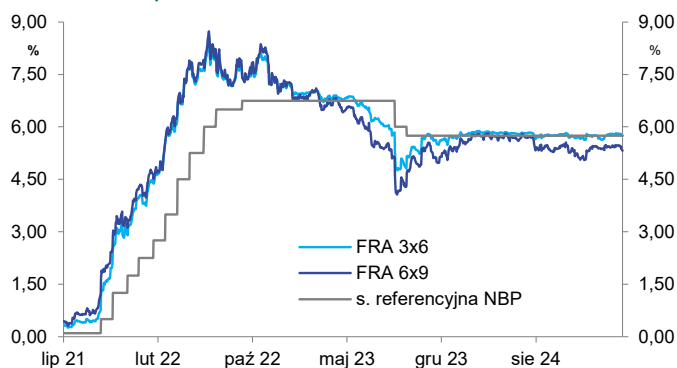
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



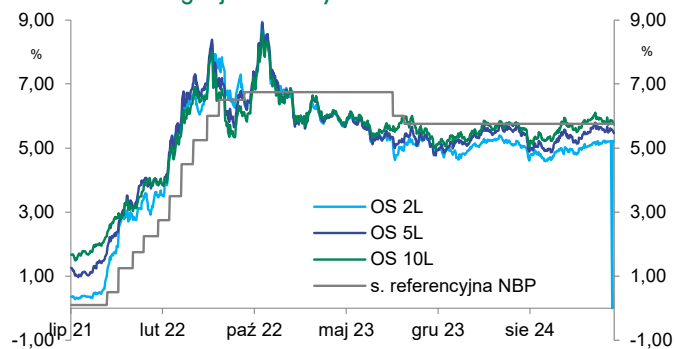
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



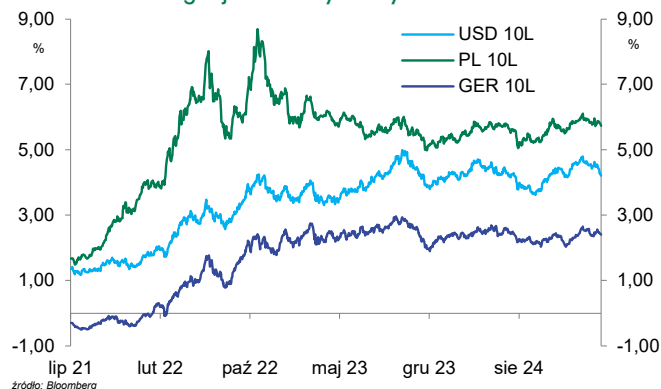
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



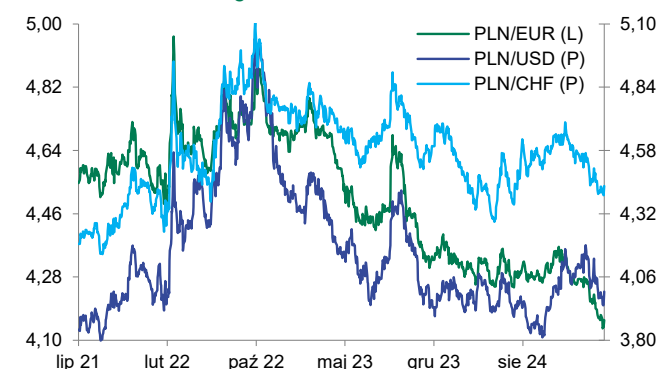
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



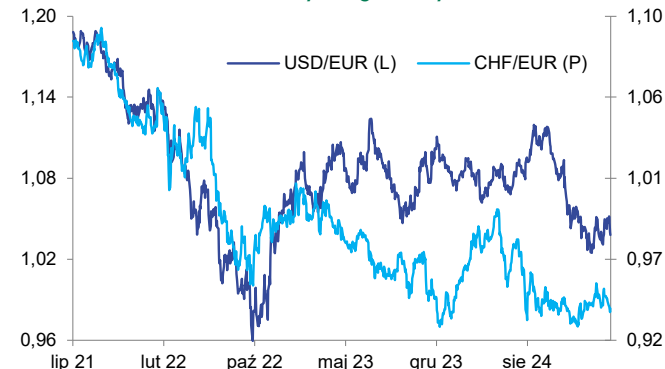
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



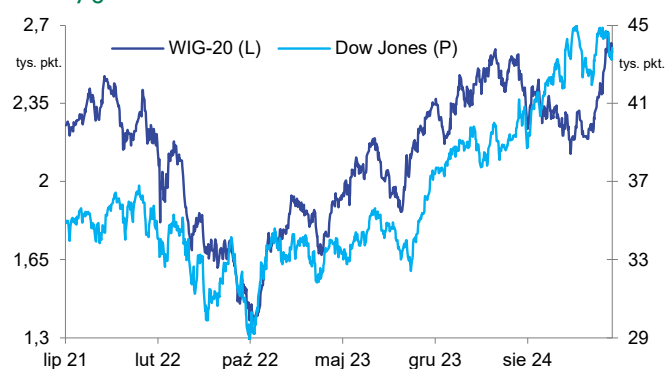
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



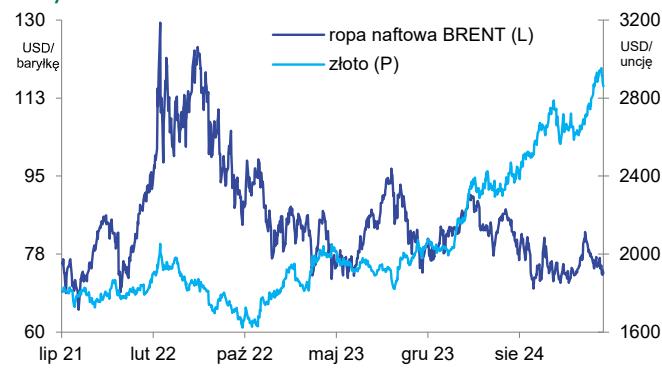
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



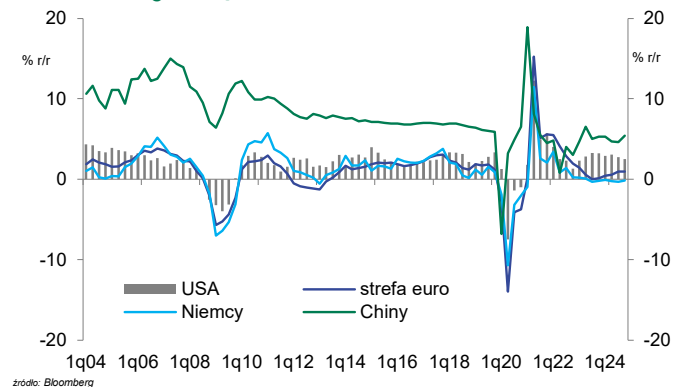
źródło: Bloomberg

2025-03-03

Klauzula poufności: BOŚ jawne

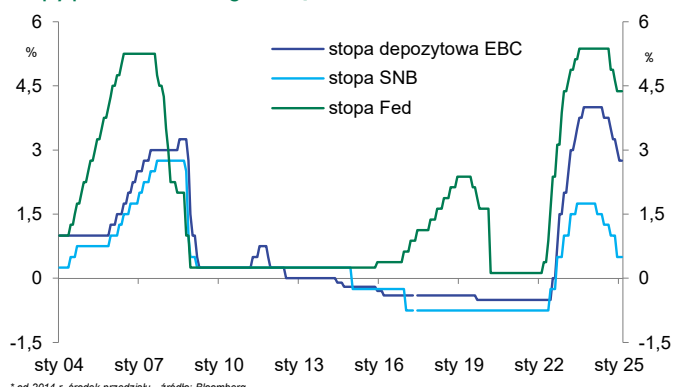
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



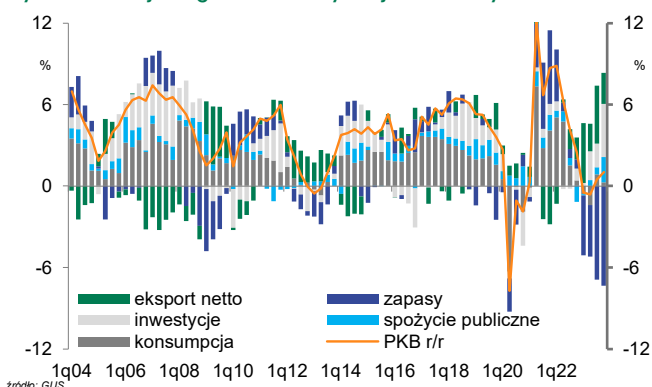
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



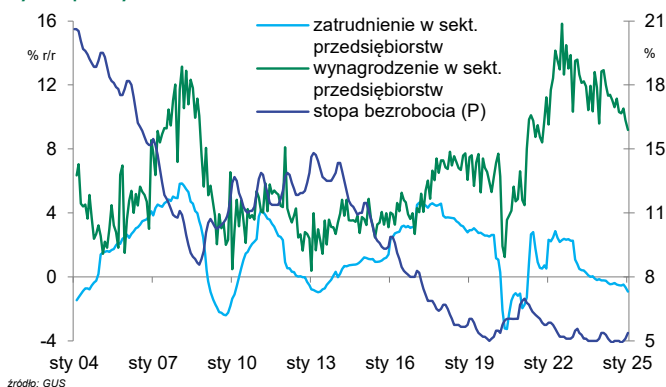
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



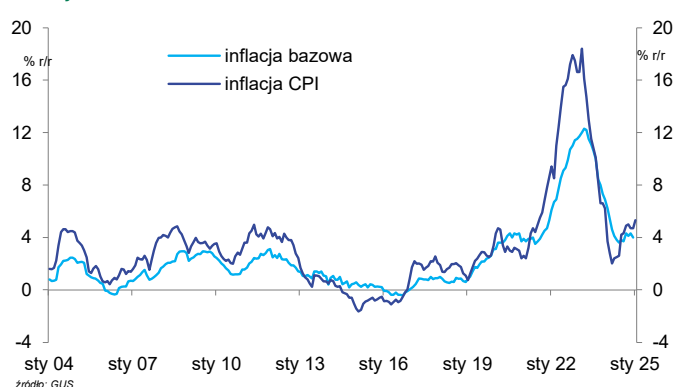
źródło: GUS

Rynek pracy



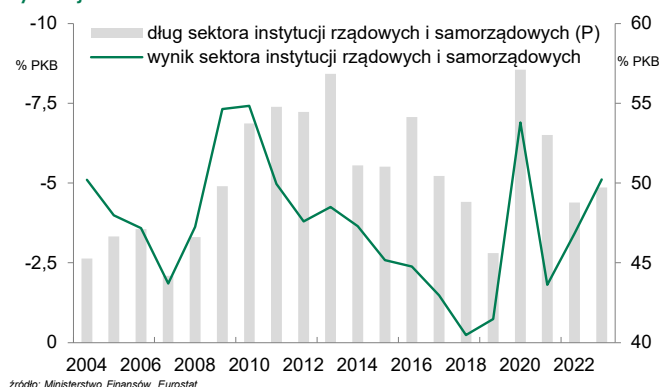
źródło: GUS

Inflacja



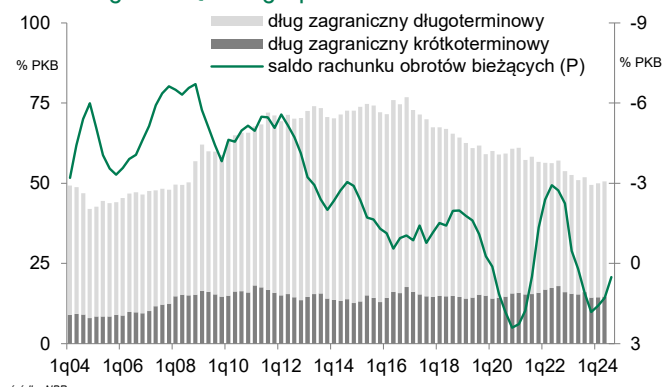
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2025	21.02.2025	28.02.2025	31.03.2025	30.04.2025	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	5,87	5,86	5,85	5,85	5,75
FRA 3x6	%	5,80	5,79	5,75	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,45	5,32	-	-	-
FRA 9x12	%	5,04	5,03	4,88	-	-	-
IRS 2L	%	5,19	5,24	5,09	-	-	-
IRS 5L	%	4,93	4,99	4,79	-	-	-
IRS 10L	%	5,10	5,16	4,94	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,17	5,22	5,22	4,95	4,90	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,60	5,47	5,50	5,45	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,82	5,87	5,74	5,75	5,70	5,60
PLN/EUR	PLN	4,21	4,17	4,16	4,20	4,22	4,26
PLN/USD	PLN	4,06	3,98	4,00	4,06	4,08	4,12
PLN/CHF	PLN	4,45	4,43	4,43	4,44	4,47	4,51
USD/EUR	USD	1,04	1,05	1,04	1,04	1,04	1,04
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,75	2,75	2,75	2,50	2,25	2,00
Stopa SNB	%	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,54	4,43	4,21	4,30	4,25	4,15
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,47	2,41	2,30	2,25	2,15

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.