

KOMENTARZ TYGODNIOWY

13 stycznia 2025

Mocne dane z rynku pracy USA i dalszy wzrost rentowności SPW. W tym tygodniu posiedzenie RPP.

- Najbardziej wyczekiwaniem wydarzeniem minionego tygodnia była publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy. Skala wzrostu zatrudnienia w grudniu zaskoczyła wyraźnie *in plus* (256 tys., blisko 100 tys. powyżej prognoz rynkowych), stopa bezrobocia ukształtowała się lekko poniżej oczekiwań (4,1%), listopadowa liczba wakatów przewyższyła mocno oczekiwania, a dane październikowe zostały zrewidowane w górę. Co prawda grudniowy wzrost wynagrodzeń okazał się minimalnie niższy od oczekiwań, a wskaźnik odejść z pracy (oceniany jako indikator „siły” pracowników) obniżył się do lokalnego minimum, to jednak zdecydowanie przeważały pozytywne informacje dot. obrazu rynku pracy, co ponownie obniżyło oczekiwania rynkowe dot. skali dalszego luzowania polityki FOMC. Obecnie rynek wycenia praktycznie tylko jedną obniżkę stopy funduszy federalnych o 25 pkt. baz. w całym 2025 r.

- Ten obraz wsparty mocniejsze od oczekiwań wskaźniki koniunktury ISM, które wskazują na utrzymanie silnej aktywności gospodarki USA, pomimo utrzymujących się wyzwań w przemyśle. Z kolei ograniczony wpływ na sytuację rynkową miała publikacja stenogramów z grudniowego posiedzenia FOMC, gdyż nie przyniosła istotnych nowych informacji wobec komunikatu FOMC oraz grudniowej konferencji prasowej prezesa Fed, które już były wyraźnie „jastrzębie”.

- Bieżące dane z rynku pracy zmniejszają prawdopodobieństwo obniżki stóp Fed na posiedzeniu marcowym (brak obniżki stóp w styczniu jest praktycznie przesądzony), wciąż jednak bardzo istotne w tym kontekście będą kolejne publikacje danych z rynku pracy, inflacji oraz ewentualne decyzje gospodarcze nowej administracji prezydenta Trumpa.

- W efekcie w minionym tygodniu ponownie skokowo wzrosły rentowności obligacji skarbowych w USA, w tym o 16 pkt. papierów 10-letnich, do poziomu najwyższego od końca 2023 r. Choć publikacje danych ze strefy euro (głównie dane z niemieckiego przemysłu) rozczerowały, to globalny efekt lepszych danych ze sfery realnej oraz hamowania procesu dezinflacji ciążył także papierom europejskim, rentowności obligacji niemieckich wzrosły o 17 pkt. baz. w przypadku dłuższego końca krzywej.

- Publikacja danych z rynku pracy ponownie silniej wsparła dolara, który umocnił się w relacji do koszyka walut o 0,3%, co obniżyło kurs euro do dolara do 1,025 USD/EUR. Zróżnicowanie tendencji cen akcji, tj. silny spadek indeksów w USA (o 2% w skali tygodnia) i ich wzrost w strefie euro (1,5%) wynika z głównie z różnicy czasu, tj. piątkowa wyprzedaż w USA (po publikacji danych z rynku pracy) dopiero dziś osłabia rynki akcji w Europie. Choć dane z USA wskazują na siłę amerykańskiej gospodarki, to skala wzrostu rynkowych stóp procentowych silniej negatywnie wpływa na ceny akcji. Na rynkach wschodzących dominowały raczej spadki, przy kolejnym tygodniu odpływu kapitału zagranicznego z tych rynków.

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

- Wydaje się, że w ograniczonym stopniu na sytuację rynkową wpłynęły informacje polityczne z USA, w tym wypowiedzi prezydenta elekta D. Trumpa dot. kontroli USA nad Grenlandią i Kanałem Panamskim. Choć wątek polityki nowej administracji pozostaje kluczowym dla sytuacji rynkowej i będzie zapewne zyskiwał na wartości, wydaje się, że coraz bardziej inwestorzy oczekują już na konkretne decyzje po 20 stycznia i przy pewnej „odporności” na bieżącą komunikację prezydenta elekta.
- Krajowy rynek podążał w minionym tygodniu za rynkami zagranicznymi. Rentowności polskich obligacji wzrosły o 7 pkt. baz. na krótkim końcu krzywej (powyżej 5,15%) oraz o 11 pkt. baz. w przypadku 10-latek. Na koniec tygodnia rentowność obligacji 10-letnich przekroczyła poziom 6,0%. Rynek akcji podążał z kolei za rynkami europejskimi, co przełożyło się na wzrost indeksu WIG o niespełna 1,0%, a dzisiejszy poranek na GPW rozpoczął się od gwałtownego spadku indeksu powyżej 1,0%. Wciąż pogorszenie globalnych nastrojów minimalnie wpływa na krajowy rynek walutowy. Złoty w relacji do koszyka walut osłabił się w minionym tygodniu o 0,2%, w tym głównie w relacji do umacniającego się dolara. W relacji do euro, kurs lekko wzrósł do 4,27 PLN/EUR.
- Minimalne zmiany stawek IRS czy FRA wskazują na stabilne oczekiwania dot. polityki RPP zarówno po ubiegłotygodniowych wypowiedziach członków RPP, jak i przed posiedzeniem Rady w tygodniu bieżącym, na którym powszechnie oczekiwane jest utrzymanie stabilnych stóp NBP. Inaczej niż zazwyczaj posiedzenie RPP zakończy się decyzją w czwartek (nie środę), a konferencja prezesa Głapińskiego prawdopodobnie odbędzie się w piątek. Jak zawsze należy być przygotowanym na zwrot w narracji prezesa NBP (w grudniu prezes Głapiński wyraźnie zaostrzył przekaz), natomiast biorąc pod uwagę zmienność wypowiedzi prezesa NBP obserwowaną w ostatnich miesiącach, inwestorzy podchodzą z większym dystansem do bieżącej narracji prezesa NBP. Niezależnie od piątkowych wypowiedzi prezesa dopiero marcowe posiedzenie wraz z nową projekcją NBP będzie istotniejsze z punktu widzenia komunikacji nt. perspektyw polityki monetarnej NBP w tym roku. Natomiast generalnie wydaje się, że nadal obniża się prawdopodobieństwo obniżki stóp w I poł. br., a skala potencjalnych obniżek w II poł. roku będzie ograniczona.
- Na rynku globalnym zapewne najważniejszą (w kontekście bieżącej sytuacji na rynku stopy procentowej) będzie publikacja grudniowej inflacji CPI w USA weryfikująca tezę o ograniczeniu dezinflacji i także, choć w mniejszym stopniu niż dane z rynku pracy, wpływająca na prognozy polityki Fed.
- Grudniowe dane dot. sprzedaży detalicznej zapewne potwierdzą mocną koniunkturę konsumpcji prywatnej i wzrostu PKB w USA pod koniec ub.r. Pomimo słabych prognoz dla Chin w 2025 r., dane z przełomu roku, w tym publikowane w bieżącym tygodniu dane dot. PKB w IV kw. oraz grudniowe dane miesięczne mogą być relatywnie lepsze. Gwałtowne przyspieszenie grudniowego eksportu z Chin jest prawdopodobnie reakcją na obawy przedsiębiorców przed wzrostem ceł na towary importowane z tego kraju. Z tego też względu generalnie dane dot. wskaźników koniunktury oraz dane dot. globalnego handlu na przełomie roku należy traktować bardzo ostrożnie.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (15–16 stycznia)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 5,75%. Sama decyzja RPP nie jest obarczana niepewnością – prezes NBP i członkowie RPP wskazywali dotychczas, że dyskusja nt. zmian stóp procentowych rozpocznie się najwcześniej w marcu. Także treść komunikatu Rady po posiedzeniu zapewne nie zmieni się w jego istotnych częściach dot. perspektywy polityki pieniężnej, z podtrzymaniem zależności przyszłych decyzji RPP od napływających informacji z otoczenia gospodarczego.

Natomiast tradycyjnie już w centrum uwagi będzie konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP, która tym razem odbędzie się w piątek (17.01). Jak zawsze należy być przygotowanym na zwrot w narracji prezesa NBP (w grudniu prezes Głapiński wyraźnie zaostrzył przekaz), natomiast biorąc pod uwagę zmienność wypowiedzi prezesa NBP obserwowaną w ostatnich miesiącach, inwestorzy podchodzą z większym dystansem do bieżącej narracji prezesa NBP. Niezależnie od piątkowych wypowiedzi prezesa panuje ugruntowany konsensus, że dopiero marcowe posiedzenie wraz z nową projekcją NBP będzie istotniejsze z punktu widzenia komunikacji nt. perspektyw polityki monetarnej NBP w tym roku.

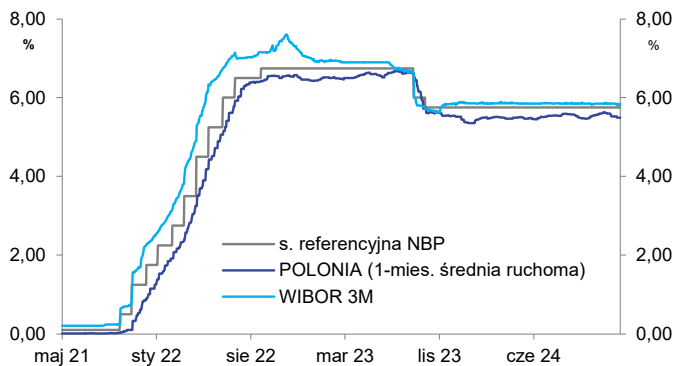
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

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
środa 15 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	gru	4,8% r/r (wst.)	-	4,8% r/r
10:00	DE	Dynamika PKB (wst.)	2024	-0,3% r/r	-0,3% r/r	-
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	lis	0,0% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Inflacja CPI	gru	2,7% r/r	2,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	gru	3,3% r/r	3,3% r/r	-
czwartek 16 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	gru	4,3% r/r	4,2% r/r	4,2% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	gru	0,7% m/m	0,5% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	sty	5,75% (ref)	5,75% (ref)	5,75% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	sty	-	-	-
piątek 17 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Wzrost PKB	IV kw.	4,6%r/r	5,1%r/r	-
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	gru	5,4% r/r	5,5% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	gru	3,0% r/r	3,5% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	sty-gru	3,3% r/r	3,3% r/r	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	sty	-	-	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	gru	-0,1% m/m	0,2% m/m	-
poniedziałek 20 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP	gru	-	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

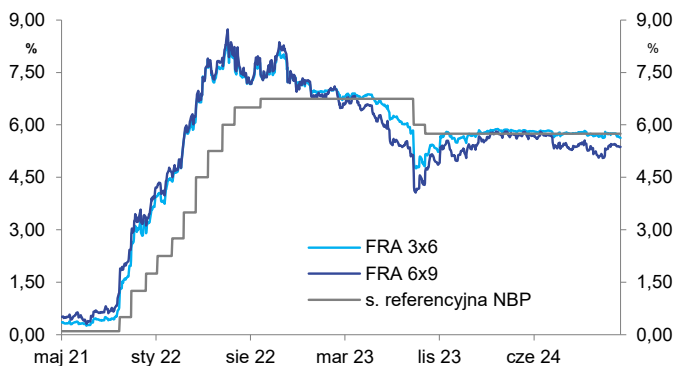
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



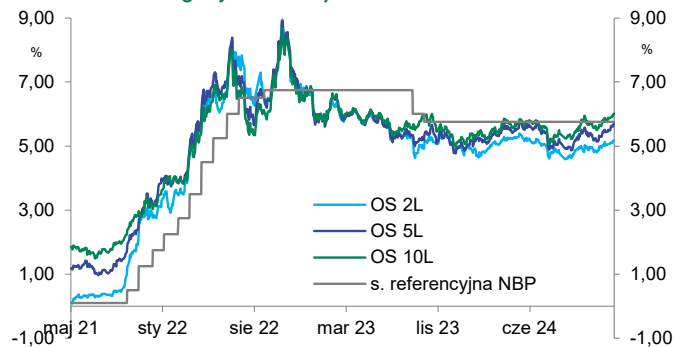
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



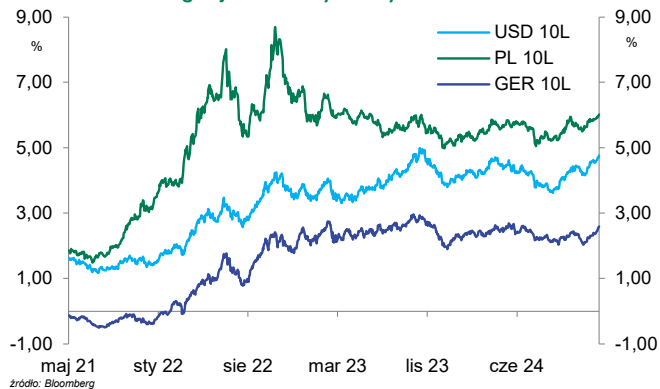
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



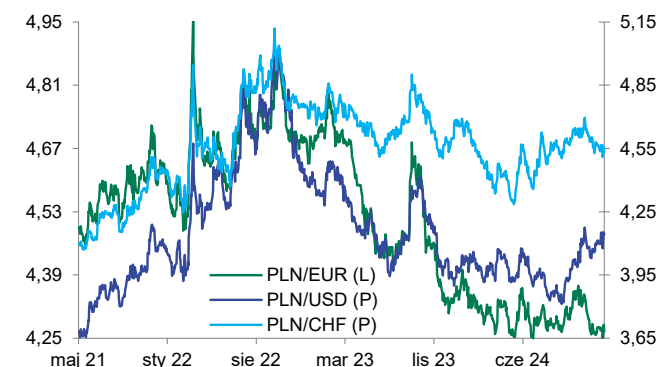
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



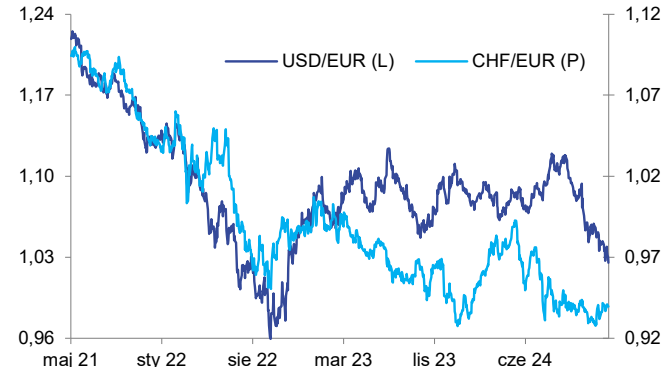
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



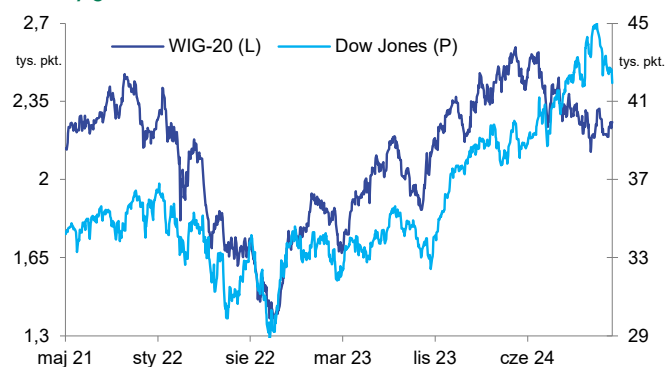
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



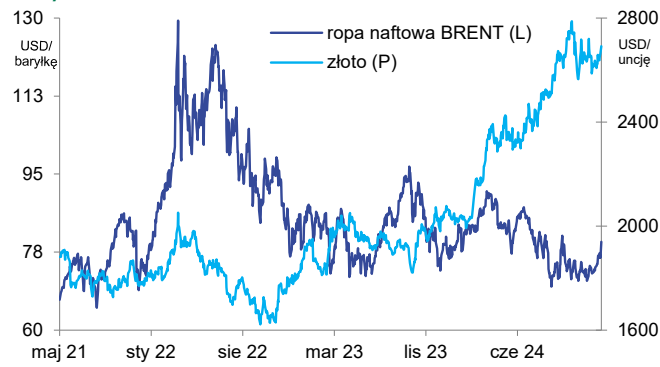
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



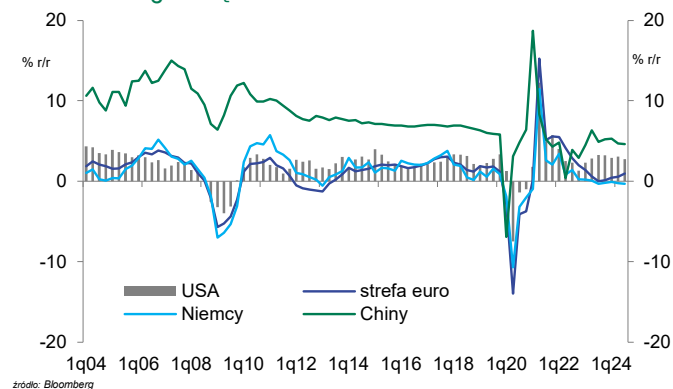
źródło: Bloomberg

2025-01-13

Klauzula poufności: BOŚ jawne

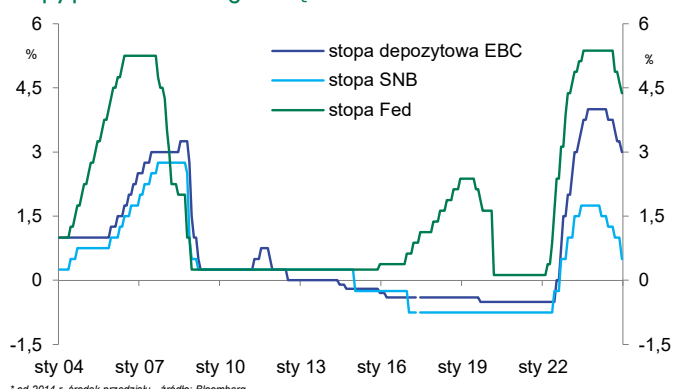
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



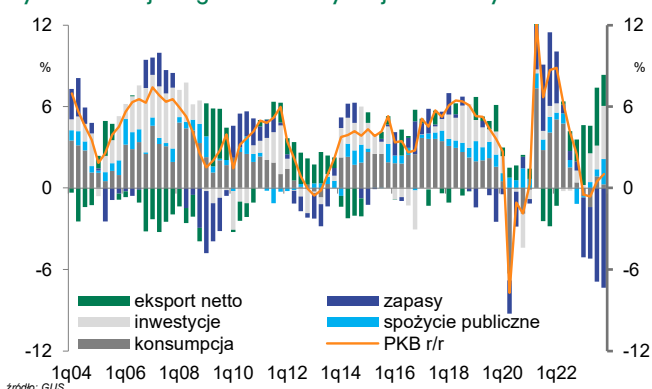
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



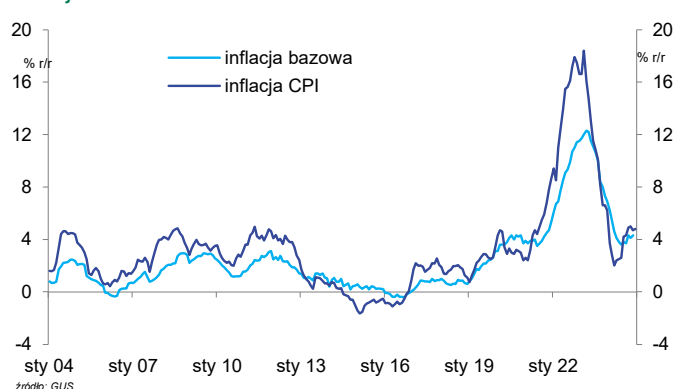
źródło: GUS

Rynek pracy



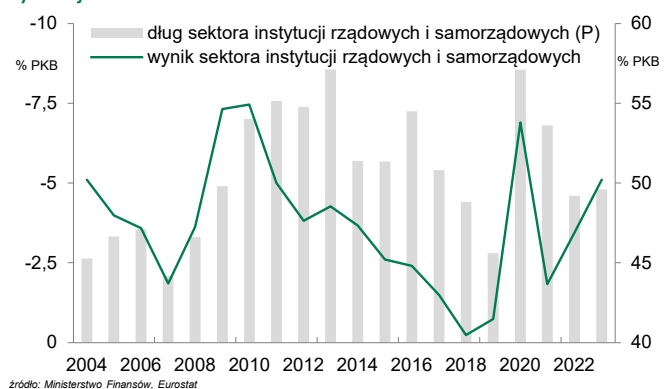
źródło: GUS

Inflacja



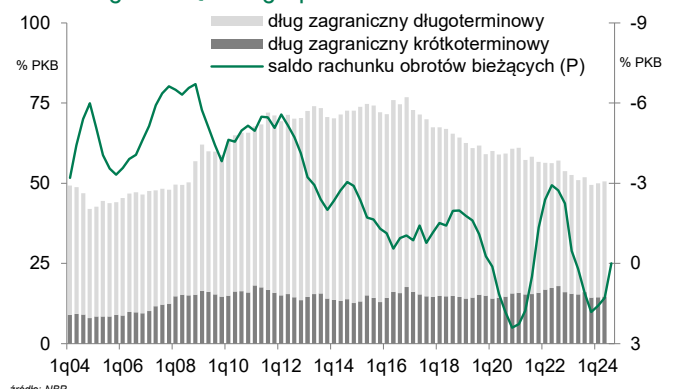
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2024	03.01.2025	10.01.2025	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	%	5,84	5,84	5,83	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,73	5,67	5,63	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,39	5,37	-	-	-
FRA 9x12	%	5,15	5,17	5,11	-	-	-
IRS 2L	%	5,26	5,28	5,26	-	-	-
IRS 5L	%	5,04	5,09	5,10	-	-	-
IRS 10L	%	5,20	5,26	5,29	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,08	5,10	5,17	5,05	5,00	4,95
Obligacje skarbowe 5L	%	5,48	5,63	5,70	5,10	5,00	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,87	5,91	6,01	5,85	5,75	5,65
PLN/EUR	PLN	4,27	4,27	4,27	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	4,10	4,15	4,14	4,17	4,15	4,14
PLN/CHF	PLN	4,54	4,57	4,53	4,57	4,57	4,57
USD/EUR	USD	1,04	1,03	1,03	1,03	1,04	1,04
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	%	4,57	4,60	4,76	4,50	4,40	4,30
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,36	2,42	2,59	2,40	2,30	2,20

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.