

KOMENTARZ TYGODNIOWY

10 marca 2025

Utrzymuje się optymizm na rynkach europejskich. Bardziej jastrzębi EBC, oczekiwanie posiedzenie RPP.

- W minionym tygodniu wciąż na sytuację rynkową wpływały trzy grupy tematów: sytuacja gospodarcza i polityka pieniężna, globalna polityka handlowa oraz geopolityka. Napływające informacje i dane makroekonomiczne nasiliły dotychczasowe zmiany, tj. dalszy wzrost popytu na aktywa europejskie (z wyjątkiem obligacji) i silniejszy spadek notowań aktywów amerykańskich.
- Kluczowym wydarzeniem minionego tygodnia było ogłoszenie przez F. Mertza, lidera CDU i przyszłego kanclerza Niemiec porozumienia pomiędzy CDU/CSU a SPD dot. programu znaczącego zwiększenia wydatków militarnych i infrastrukturalnych. Zgodnie z projektem porozumienia: - wydatki na obronność powyżej 1% PKB mają być wyłączone z konstytucyjnego limitu długu, - powstanie specjalny fundusz o wartości 500 mld EUR na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych w kolejnych 10-ciu latach, - zmiany konstytucyjne umożliwiające władzom landów zaciągnięcie nowego zadłużenia do 0,35% PKB.
- Propozycje mają zostać przedstawione w Bundestagu w bieżącym tygodniu, tj. który będzie obradował jeszcze w starym składzie sprzed wyborów 23 lutego. W tym układzie do poparcia niezbędne jest 85 dodatkowych głosów z pozostałych partii (FDP lub Zielonych). W ocenie ośrodków analitycznych szanse na uzyskanie koniecznego poparcia są wysokie, choć wynik nie jest przesądzony. Czynnikiem ryzyka (dla realizacji lub opóźnień) jest uzyskanie poparcia w izbie wyższej parlamentu, ale także ewentualne skargi konstytucyjne związane z trybem prac (np. wskazanie na brak odpowiednio długiego procesu legislacyjnego wyczerpującego niezbędne analizy i debaty).
- Te informacje, wpisujące się w rynkowy odbiór zmian strategicznych w Europie wsparty także wyniki szczytu krajów UE, na którym poparto plan dozbierania Europy zakładający m.in. pakiet pożyczek w wysokości 150 mld euro oraz umożliwienie krajom członkowskim zwiększenia wydatków na obronę z ich wyłączeniem tych wydatków z limitów w procedurze nadmiernego deficytu, zwiększenie finansowania projektów obronnych przez Europejski Bank Inwestycyjny.
- Powyższe informacje poskutkowały skokowym wzrostem kursu euro (2,7% w relacji do koszyka walut) oraz wzrostem indeksów cen akcji na rynkach europejskich. Jednocześnie skokowo wzrosły rentowności obligacji skarbowych. Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich w skali tygodnia wzrosła o 42 pkt. baz. do ponad 2,8% tj. do poziomu najwyższego od jesieni 2023 r.
- W podobnym kierunku oddziaływał bardziej jastrzębi przekaz EBC. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami [rada EBC](#) w minionym tygodniu obniżyła stopy procentowe o 25 pkt. baz. Zmieniła jednak zapisy w komunikacie (wskazując na „wyrażnie mniej restrykcyjną politykę pieniężną”, a w szczególności podczas konferencji prasowej prezes Lagarde.
- Nasza interpretacja wskazuje bardziej na dużą niepewność wewnątrz rady dot. perspektyw polityki pieniężnej niż zamiar wstrzymania się z kolejną redukcją

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

w kwietniu. Z tego względu podtrzymujemy nasz dotychczasowy scenariusz dwóch kolejnych obniżek stóp w kwietniu i czerwcu łącznie o 50 pkt. baz. do 2,0% dla stopy depozytowej, ze względu na przeważające – w naszej ocenie – krótkoterminowe ryzyka negatywne dla sfery realnej i stabilny trend dezinflacji. Jednocześnie jednak dane rynkowe wskazują na wygaśnięcie prognoz głębszego cięcia stóp w strefie euro tj. poniżej poziomu 2,0%.

- Gwałtowny wzrost notowań euro wspierało także silne osłabienie kursu dolara przy postępujących obawach rynkowych przed osłabieniem koniunktury amerykańskiej gospodarki. Choć dane lutowe z amerykańskiego rynku pracy nie zaskoczyły znacząco, to ich wydźwięk był lekko negatywny. Zatrudnienie wzrosło w lutym o 150 tys., blisko prognoz rynkowych. Minimalnie wzrosła jednak stopa bezrobocia (o 0,1 pkt. proc. do 4,1%), a korekty wstecz danych dot. godzinowych wynagrodzeń lekko obniżyły ich roczną dynamikę do 4,0%. Bardziej niepokoją natomiast dane dot. szerszej miary bezrobocia (tj. uwzględniającej osoby których wymiar czasu pracy jest mniejszy niż deklarowane przez nich chęci – wzrost do 8,0% z 7,5% w styczniu) oraz drugi miesiąc z rzędu bardzo krótki tydzień pracy, pomimo wyraźnej poprawy w lutym warunków atmosferycznych. Ponadto, choć dane dot. koniunktury w sektorze usług USA (zarówno ISM jak i PMI) okazały się wyższe od oczekiwań / wstępnych szacunków, to jednak wskazują na wyraźne osłabienie koniunktury na początku br.

- Te dane oczywiście nie były na tyle słabe, aby poskutkować wzrostem oczekiwań na obniżki stóp Fed na posiedzeniu marcowym, co w swoim wystąpieniu potwierdził prezes Powell mówiąc, że „bank centralny może poczekać, aby zobaczyć, jak będą przebiegać działania polityczne prezydenta Donalda Trumpa, zanim ponownie podejmie decyzje w sprawie stóp procentowych”. W minionym tygodniu ponownie wzrosła natomiast skala oczekiwanych redukcji stóp w trakcie roku, obecnie rynki wyceniają ich spadek do grudnia br. łącznie o ok. 70 pkt. baz.

- Na oczekiwania dot. polityki Fed oraz sytuację rynkową w USA silniej wpłynął zapewne rozwój sytuacji dot. ceł USA na Kanadę i Meksyk. W trakcie tygodnia Donald Trump zawiesił na miesiąc (tj. do 2 kwietnia) cła na import z tych krajów w sektorze motoryzacji, a pod koniec tygodnia na wszystkie towary i usługi objęte północnoamerykańską umową handlową (USMCA), co ostatecznie zdecydowało o wstrzymaniu lub cofnięciu ceł odwetowych. Jednocześnie jednak kumulacja zmienności i niepewności dot. polityki celnej USA, w tym w obszarach bezpośrednio silniej negatywnych dla amerykańskiej gospodarki poskutkowała wzrostem obaw przed silniejszym negatywnym wpływem tych działań na bieżącą sytuację cykliczną (kanal inwestycji, zatrudnienia).

- Wciąż uważamy, że dotychczasowa sytuacja nie przesądza scenariusza trwałego i znaczącego wzrostu ceł USA na kraje dotychczasowych sojuszników USA, w tym na UE. Na pewno jednak cła pozostaną instrumentem polityki międzynarodowej USA, co będzie skutkować negatywnymi konsekwencjami gospodarczymi z tytułu niepewności i w krótkim okresie może silniej negatywnie wpływać także na aktywność amerykańskiej gospodarki.

- W efekcie, w skali tygodnia indeksy akcji w USA spadły o ponad 3,0%, a kurs dolara osłabił się o 1,6% w relacji do koszyka walut. Przy silnej aprecjacji euro i deprecjacji dolara kurs USD/EUR wzrósł do 1,085 z niespełna 1,04 na koniec tygodnia wcześniejszego. Pomimo korekt prognoz wzrostu gospodarczego

w USA rentowności obligacji amerykańskich na dłuższym końcu krzywej lekko wzrosły (o 9 pkt. baz.) przy ponownym wzroście obaw przed pro-inflacyjnym wpływem polityki handlowej USA.

- Zgodnie z oczekiwaniami na corocznej sesji chińskiego parlamentu (NPC) w minionym tygodniu lekko obniżono cel dla wzrostu gospodarczego, jednocześnie znacząco podwyższono cel deficytu budżetowego oraz finansowania rządowego, przy silniejszym akcencie wsparcia konsumpcji prywatnej. Choć wskaźniki koniunktury PMI z początku roku uspokajają, to dane dot. handlu zagranicznego za styczeń i luty wskazują już na wyraźne ograniczenie wyników eksportu (pierwszy wzrost taryf od początku lutego), po solidnych wynikach eksportu pod koniec ub.r. Jednocześnie dużo głębiej osłabił się import, co wskazuje na większe ryzyka dla popytu krajowego niż obniżenia dynamiki PKB z tytułu wyników handlowych.
- W kontekście sytuacji geopolitycznej w Ukrainie, w minionym tygodniu po silniejszym ograniczeniu dostaw broni, ale także informacji wywiadowczych USA dla Ukrainy, strona ukraińska zadeklarowała chęć powrotu do rozmów dot. umowy o minerałach i zawieszeniu broni. Prezydent Trump poinformował w weekend, że we wtorek w Arabii Saudyjskiej dojdzie do spotkania delegacji obu państw w tym samym miejscu i w podobnym formacie, jak w przypadku spotkań delegacji USA i Rosji w lutym. Tym razem strona rosyjska nie będzie brała udziału w rozmowach.
- Krajowy rynek finansowy w minionym tygodniu podążał za aktywami europejskimi. Kurs złotego wzmocnił się w relacji do koszyka walut o 1%, choć w relacji do euro zmienił się nieznacznie oscylując wokół poziomu 4,17 PLN/EUR. Rentowności dłuższych obligacji wzrosły o ponad 20 pkt. baz. do nieco poniżej 6,0%, z kolei 2-latek wzrosły jedynie o 3 pkt. baz. Indeks WIG zyskał na wartości 1,7%.
- Wątki krajowe pojawiają się natomiast dopiero w tygodniu bieżącym, na który zaplanowane jest posiedzenie RPP. Oczekujemy stabilizacji stóp procentowych, w tym stopy referencyjnej na poziomie 5,75%. Zakładamy, że w publikowanej w marcu projekcji inflacyjnej NBP podtrzymany jako bazowy zostanie scenariusz odmrożenia cen energii w październiku i skokowego wzrostu inflacji w IV kw., co będzie cały czas argumentem dla większości Rady za odsunięciem w czasie dyskusji o redukcjach stóp procentowych. W piątek z kolei zostaną opublikowane pełne dane dot. inflacji CPI w styczniu i lutym już po przeliczeniu wg. nowego koszyka inflacyjnego, które pozwolą na nieco bardziej precyzyjne określenie siły inflacji bazowej na początku br. oraz ścieżki inflacji w miesiącach kolejnych.
- Te informacje oczywiście pozostaną w cieniu wszelkich informacji zewnętrznych, w tym danych JOLTS z USA, ale przede wszystkim informacji dot. procesu legislacyjnego zmian konstytucyjnych w Niemczech. Gdyby wzrosło ryzyko niepowodzenia uchwalenia zmian w krótkim okresie (25 marca zmienia się skład parlamentu) nastąpiłaby z pewnością solidna przecena na rynku europejskim.
- Jednocześnie niezależnie od tego wyniku w krótkim okresie, pozostajemy sceptyczni co do trwałości tak silnego optymizmu w Europie w średnim okresie. Wzrost wydatków publicznych będzie pozytywnie wpływał na aktywność w strefie euro, jednak do momentu uzyskania odpowiednich wewnętrznych mocy produkcyjnych przemysłu (co wg. dominujących ocen zajmie co najmniej

kilka miesięcy) wpływ ten będzie ograniczony (przy większym znaczeniu importu). Także uzyskanie odpowiedniego poziomu siły strategicznej Europy wymaga czasu, a krótkoterminowe wyzwania zarówno gospodarcze, jak i geopolityczne, w tym wynikające z decyzji USA, będą także na skuteczność tych działań wpływać znacząco.

- Choć widzimy ryzyko dla prognoz gospodarczych dot. gospodarki USA i tym samym gospodarki globalnej, należy przypomnieć, że w sytuacji wzrostu ryzyka recesji i globalnej awersji do ryzyka, wciąż bardziej prawdopodobny jest wzrost popytu na aktywa amerykańskie. Biorąc pod uwagę powyższe bardziej prawdopodobny jest w naszej ocenie scenariusz utrzymania wysokiej zmienności na globalnym rynku finansowym niż ugruntowywania się nowego scenariusza rynkowego ze słabszą rolą aktywów amerykańskich i mocniejszych aktywów europejskich.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (11-12 marca)

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 5,75%. Podczas konferencji prasowej po lutowym posiedzeniu RPP prezes NBP wskazał, że jedynie bardzo duże zaskoczenie rozwojem sytuacji gospodarczej mogłoby spowodować obniżenie stóp NBP na posiedzeniu w marcu. W naszej ocenie nic takiego nie wydarzyło się od posiedzenia lutowego by zmienić dotychczasowe konserwatywne nastawienia większości Rady tak by zaskoczyła obniżką stóp w bieżącym tygodniu. Także żadna z wypowiedzi członków RPP, które pojawiły się w ostatnich tygodniach nie wskazała na intencję obniżenia stóp NBP podczas marcowego posiedzenia Rady.

Tradycyjnie w centrum uwagi będzie czwartkowa konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP odbierana w kontekście przyszłej polityki monetarnej RPP. Prezes NBP podkreślał dotychczas, że obniżki stóp procentowych byłyby możliwe w warunkach stabilizacji bieżącej inflacji oraz prognoz jej wyraźnego spadku w kolejnych kwartałach. Sądzymy, że w najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP w bazowym scenariuszu inflacji utrzymane zostanie założenie zakończenia z końcem III kw. br. obowiązywania ustawowego limitu cen energii dla gospodarstw domowych oraz „odmrożenie” tych cen na obowiązujących obecnie stawkach taryf URE na sprzedaż energii elektrycznej dla gospodarstw domowych. To założenie spowoduje, że w projekcji NBP prognozowana ścieżka inflacji w pozostanie podwyższona do końca bieżącego roku. **Sądzymy, że prezes NBP wskaże na ten argument w połączeniu z podwyższoną dynamiką płac, jako przesłanki do utrzymania stabilnych stóp NBP co najmniej w II kw.**

• Wskaźnik inflacji w lutym (15 marca)

Prognozujemy, że w lutym wskaźnik inflacji CPI wyniósł 5,2% r/r wobec 5,3% r/r w styczniu (wg wstępnego szacunku GUS). Oceniamy, że w lutym w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał dalszy wzrost rocznej dynamiki cen żywności, a w kierunku obniżenia inflacji – niższa dynamika cen paliw i inflacji bazowej. **Szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej wyniósł w lutym 3,8% wobec prognozowanego w styczniu 3,9% i wobec 4,0% w grudniu 2024 r.**

Tradycyjnie przy okazji publikacji lutowego wskaźnika CPI zostanie opublikowany ostateczny wynik CPI za styczeń (w oparciu o nowy system wag). **Zakładamy, że GUS lekko obniży szacunek inflacji styczniowej do 5,2%.** W historii danych od 2005 r. korekty styczniowego wskaźnika wahały się od (-0,3) do +0,6 pkt. proc., przy średniej korekcie -0,09 pkt. proc. Przed rokiem ostateczny wskaźnik inflacji za styczeń 2023 r. został obniżony o 0,2 pkt. proc. w stosunku do wstępnej publikacji. W 20-letniej historii korekt styczniowego wskaźnika CPI 15-krotnie GUS korygował styczniową inflację w dół, 3-krotnie utrzymał bez zmian, a jedynie 2-krotnie (w okresie bardzo wysokiej inflacji w I. 2021-22) skorygował wskaźnik CPI w górę.

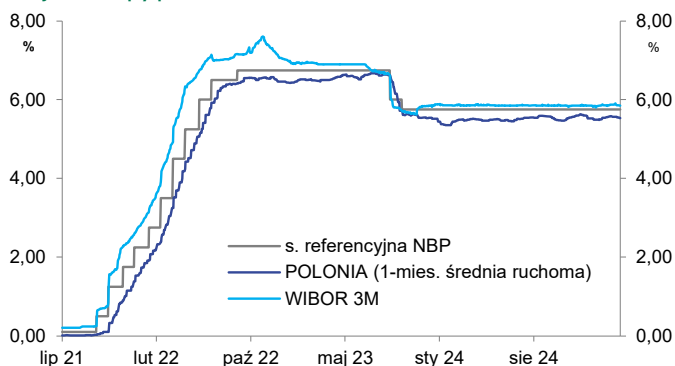
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 10 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	sty	-3,1% m/m	-0,7% m/m	-
wtorek 11 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	sty	7600 tys.	7 710 tys.	-
Środa 12 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	lut	3,0% r/r	3,0% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lut	3,3% r/r	3,2% r/r	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	lut	5,75% (ref)	5,75% (ref)	5,75% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	lut	-	-	-
czwartek 13 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sty	-1,1% m/m	0,6% m/m	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	lut	-	-	-
piątek 14 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	sty	4,7% r/r	-	5,3% r/r
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	lut	5,3% r/r (wst.)	5,3% r/r	5,2% r/r
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP	lut	-	-	-
poniedziałek 17 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lut	5,4% r/r	-	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lut	3,0% r/r	-	-
03:00	CHN	Inwestycje	sty-lut	3,3% r/r	-	-
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	lut	-0,9% 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

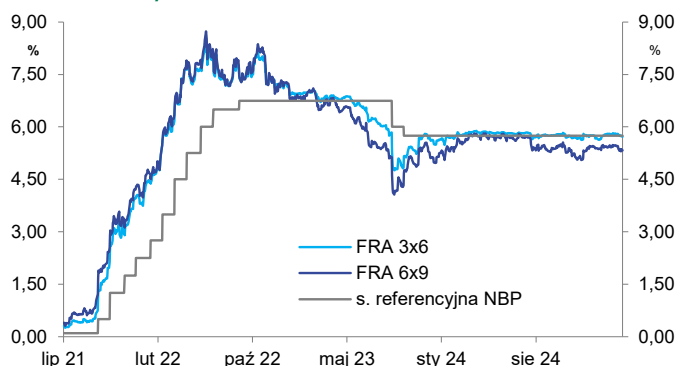
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

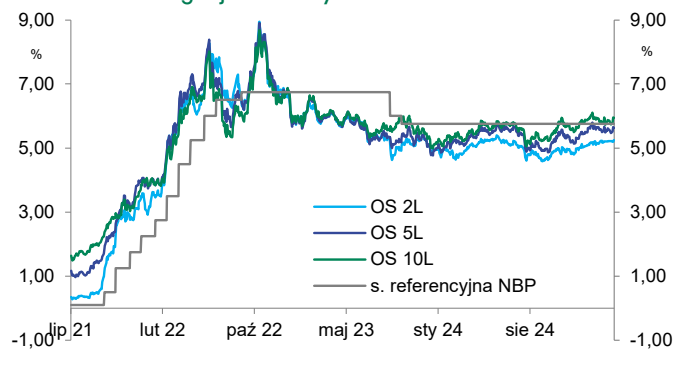
Krajowe stopy procentowe



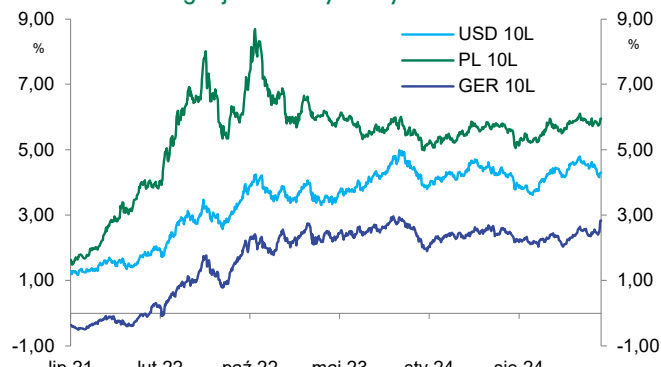
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



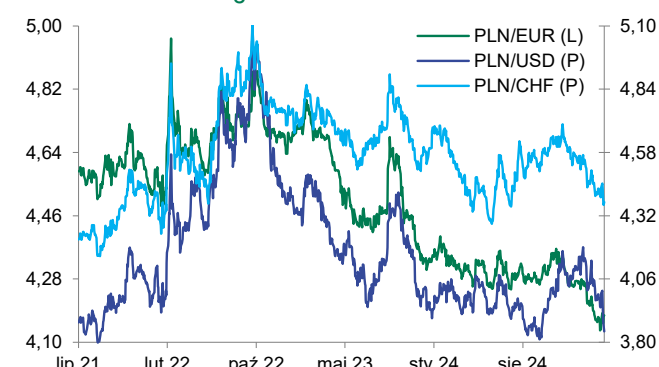
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



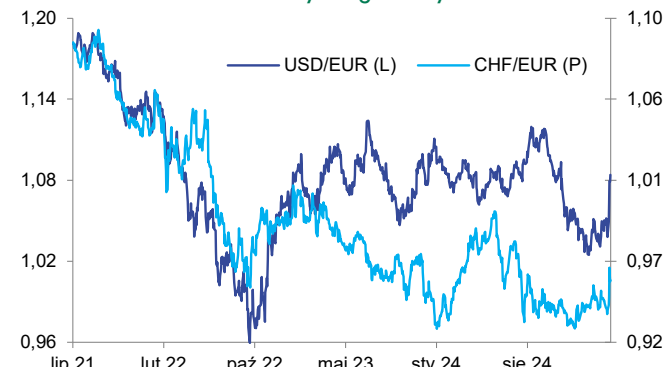
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



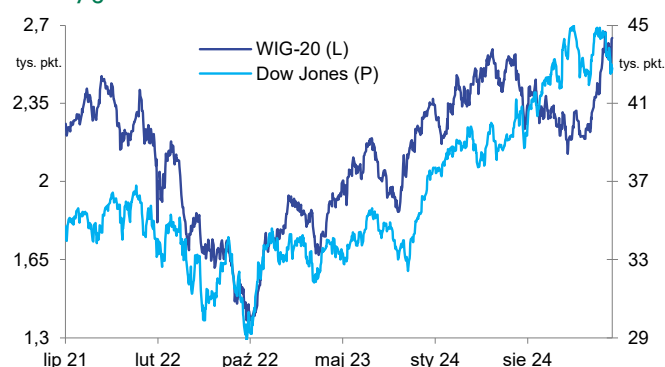
Notowania kursu złotego



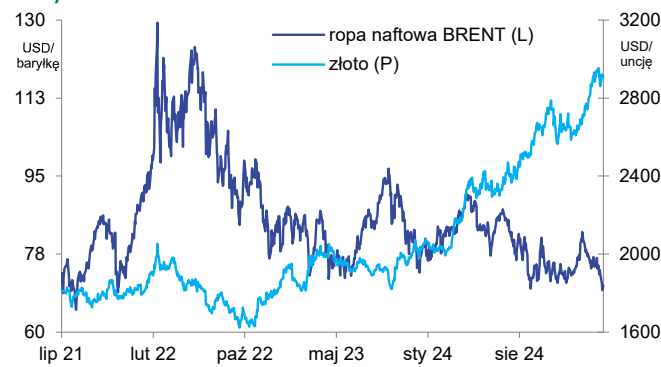
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

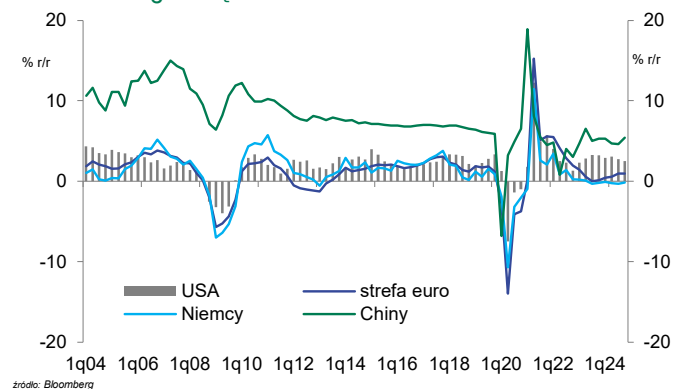


Ceny surowców

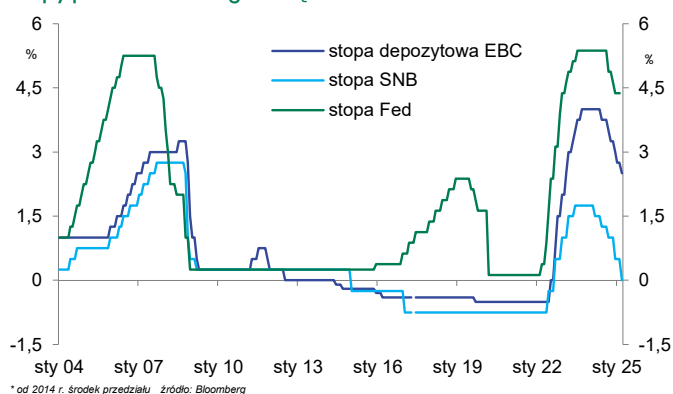


Sfera realna

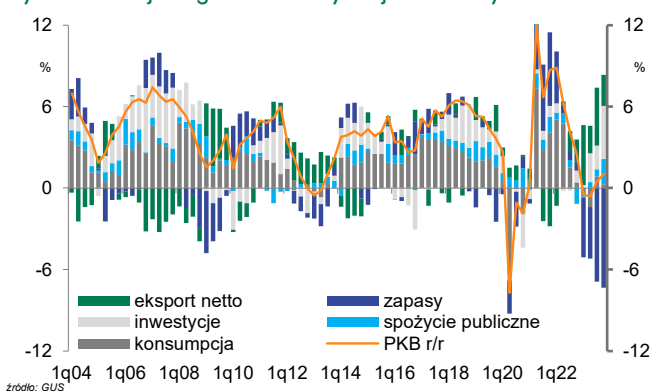
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



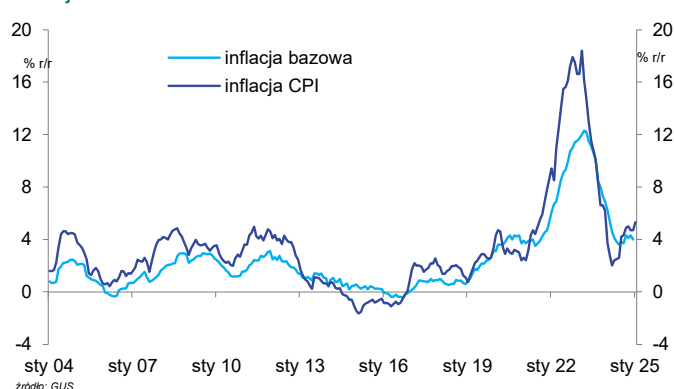
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



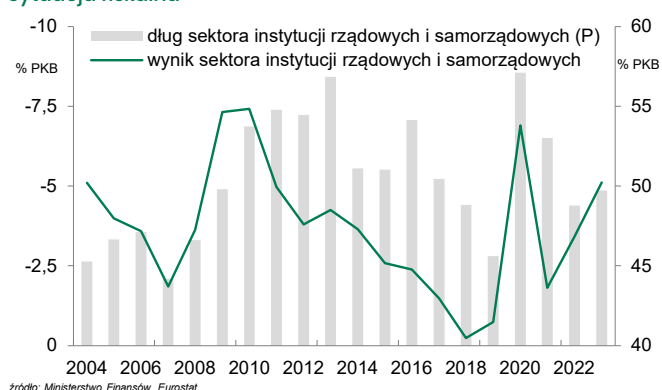
Rynek pracy



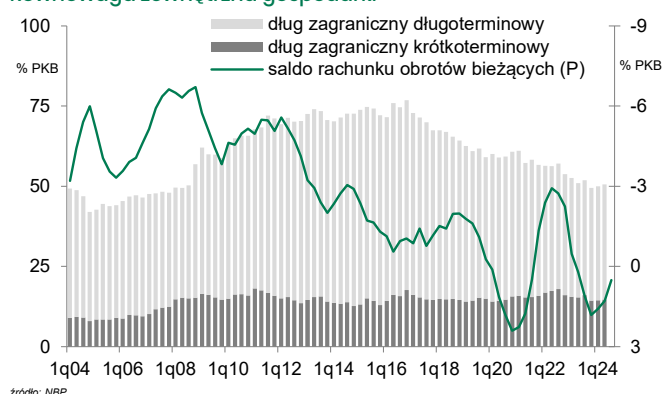
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2025	28.02.2025	07.03.2025	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	5,86	5,85	5,85	5,85	5,75
FRA 3x6	%	5,75	5,75	5,72	-	-	-
FRA 6x9	%	5,32	5,32	5,33	-	-	-
FRA 9x12	%	4,88	4,88	4,95	-	-	-
IRS 2L	%	5,09	5,09	5,16	-	-	-
IRS 5L	%	4,79	4,79	4,94	-	-	-
IRS 10L	%	4,94	4,94	5,14	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,22	5,22	5,25	5,20	5,20	5,10
Obligacje skarbowe 5L	%	5,47	5,47	5,63	5,55	5,55	5,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,74	5,74	5,95	5,90	5,90	5,80
PLN/EUR	PLN	4,16	4,16	4,18	4,18	4,20	4,20
PLN/USD	PLN	4,00	4,00	3,84	3,91	3,96	4,00
PLN/CHF	PLN	4,43	4,43	4,38	4,45	4,47	4,47
USD/EUR	USD	1,04	1,04	1,08	1,07	1,06	1,05
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,75	2,75	2,50	2,50	2,25	2,00
Stopa SNB	%	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,21	4,21	4,30	4,25	4,20	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,41	2,41	2,83	2,75	2,70	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.