

KOMENTARZ TYGODNIOWY

24 marca 2025

Fed nieco mniej jastrzębi od oczekiwań. Niemcy konstytucyjnie gotowe na luźniejszą politykę fiskalną. Dane z polskiej gospodarki rozczarowały.

- Ubiegły tydzień minął na globalnych rynkach finansowych pod znakiem spadku rentowności papierów skarbowych. Przyczynił się do tego łagodniejszy w odbiorze rynkowym przekaz Fed po ubiegłotygodniowym posiedzeniu oraz niepewne perspektywy światowego wzrostu gospodarczego w warunkach utrzymującej się niepewności co do przyszłej polityki handlowej USA. W minionym tygodniu zgodnie z planem uchwalone zostały zmiany w konstytucji Niemiec umożliwiające skokowe zwiększenie wydatków publicznych na szeroko pojętą obronność (wydatki przekraczające 1% PKB nie będą podlegać konstytucyjnemu limitowi wzrostu długu) i na inwestycje w infrastrukturę (utworzenie specjalnego funduszu na modernizację infrastruktury w wysokości 500 mld EUR).

- Podczas ubiegłotygodniowego [posiedzenia Komitetu Otwartego Rynku Fed](#) (FOMC) zgodnie z oczekiwaniami stopy pozostały niezmienione. Z punktu widzenia oceny rynkowej najistotniejszy okazał się przekaz prezesa Powella podczas konferencji prasowej po posiedzeniu, który w odbiorze rynkowym mocniej wyeksponował ryzyko dla wzrostu gospodarczego USA w tytułu ceł na import do USA, przy jednoczesnym kilkukrotnym wskazaniu, że wzrost inflacji z tego tytułu będzie przejściowy dzięki stabilnym oczekiwaniom inflacyjnym. Taki dobór akcentów w wypowiedzi prezesa Fed został przez rynki odebrany jako mniej konserwatywny od oczekiwań, co zwiększyło oczekiwaną przez rynki skalę obniżenia stóp Fed do końca roku do blisko 70 pkt. baz. vs. niespełna 60 pkt. baz. tuż przed posiedzeniem FOMC.

- Łagodniejszy od oczekiwań przekaz prezesa Fed w warunkach podwyższonej niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarczego w USA przyniósł obniżenie rentowności obligacji skarbowych USA. W przypadku papierów 10-letnich spadek ten wyniósł 6 pkt. baz. do 4,25% na koniec tygodnia.

- Równolegle korekcyjnie obniżyły się rentowności niemieckich Bundów po skokowym wzroście w ostatnich dwóch tygodniach w reakcji na perspektywę skokowego rozluźnienia polityki fiskalnej w Niemczech. W skali tygodnia rentowności 10-letnich papierów niemieckich spadły o 11 pkt. baz. do 2,76%. W minionym tygodniu zgodnie z planem uchwalone zostały zmiany w konstytucji Niemiec umożliwiające skokowe zwiększenie wydatków publicznych na zbrojenia i na inwestycje w infrastrukturę, jednak dla rynków były to już informacje zdyskontowane w cenach.

- Na rynkach akcji miniony tydzień przyniósł z kolei lekkie pozytywne odreagowanie po wyraźnym spadku we wcześniejszym tygodniu, któremu mógł sprzyjać łagodniejszy w odbiorze rynkowym przekaz prezesa Fed. Globalny indeks MSCI wzrósł o 0,7% w skali tygodnia, w USA o 0,7%, w strefie euro o 0,3%, a na rynkach wschodzących o 1,1%. Natomiast wśród poszczególnych rynków wschodzących sytuacja była silnie zróżnicowana – ze wzrostem w Azji i Ameryce

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

Południowej, i spadkiem w Europie, między innymi za sprawą spadku o 20% indeksu w Turcji w reakcji na aresztowanie burmistrza Stambułu Ekrema Imamoglu opozycyjnego wobec prezydenta Turcji Recepta Erdogana.

- Miniony tydzień przyniósł zakończenie 2-tygodniowego trendu osłabienia dolara. Amerykańska waluta zyskała w relacji do koszyka walut 0,4% pomimo wskazanego łagodniejszego tonu Fed. Z kolei euro lekko straciło na wartości (-0,2%) w relacji do koszyka walut, co można ocenić jako korektę po wyraźnym umocnieniu przez ostatnie dwa tygodnie (blisko +3%). W efekcie kurs USD/EUR ukształtował się na koniec tygodnia w okolicach 1,08 dolara za euro vs. 1,09 tydzień wcześniej.
- Z pozostałych informacji o charakterze globalnym Narodowy Bank Szwajcarii obniżył benchmarkową stopę proc. o 25 pkt baz. do 0,25% z kolei Bank Anglii pozostawił stopy na dotychczasowych poziomach.
- Krajowy rynek obligacji skarbowych podjął w minionym tygodniu za rynkami bazowymi. Rentowności obligacji 10-letnich obniżyły się w skali tygodnia o 7 pkt. baz. do 5,81%. Z czynników krajowych trend spadkowy mogły lekko wzmocnić generalnie słabsze od oczekiwań dane z polskiej gospodarki opublikowane w minionym tygodniu, w szczególności niższa od oczekiwań lutowa [dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach](#) (7,9% r/r).
- Z kolei krajowy rynek akcji odnotował lekką korektę spadkową o 0,2% w skali tygodnia, po bardzo silnym (wbrew tendencjom globalnym) wzroście tydzień wcześniej (3,7%). Kurs złotego także doświadczył korekty spadkowej (-0,6% w relacji do koszyka walut) po trzech tygodniach aprecjacji. Na koniec tygodnia złoty w relacji do euro ukształtował się w okolicach 4,20 za euro, 3,88 za dolara i 4,40 za franka szwajcarskiego.
- Opublikowane w minionym tygodniu oraz na początku bieżącego tygodnia lutowe dane z polskiej gospodarki w większości przypadków zaskoczyły negatywnie. Obok wspomnianej niższej dynamiki płac *in minus* zaskoczyła [sprzedaż detaliczna](#) ze spadkiem o 0,5% r/r i w mniejszym stopniu [produkcja przemysłowa](#) -2,0% r/r. Tym samym w lutym nie powtórzyła się dobra passa danych z końca minionego roku i ze stycznia tego roku. Jednocześnie, ze względu na wysoką zmienność danych miesięcznych, w szczególności w [budownictwie](#) i ostatnio także w sprzedaży detalicznej, do pojedynczych wyników należy podchodzić z ostrożnością. W kolejnej marcowej serii danych istotna będzie informacja czy utrwała się słabsza aktywność w sprzedaży detalicznej (to nie jest nasz bazowy scenariusz) i jak będzie zachowywała się dynamika wynagrodzeń.
- W bieżącym tygodniu zapewne na pierwszy plan powrócą spekulacje nt. kształtu przeglądu relacji handlowych USA, którego wyniki mają być ogłoszone 2 kwietnia. Póki co w miniony weekend prezydent Trump wskazał, że zmiany w cłach USA mogą mieć mniejszy zakres niż pierwotnie oczekiwano.
- Z publikacji danych najistotniejsze będą piątkowe odczyty inflacji PCE w USA oraz dynamika dochodów i wydatków gospodarstw domowych w USA.
- W trakcie tygodnia mogą też pojawiać się kolejne informacje nt. wyniku rozmów ws. zawieszenia broni w Ukrainie.

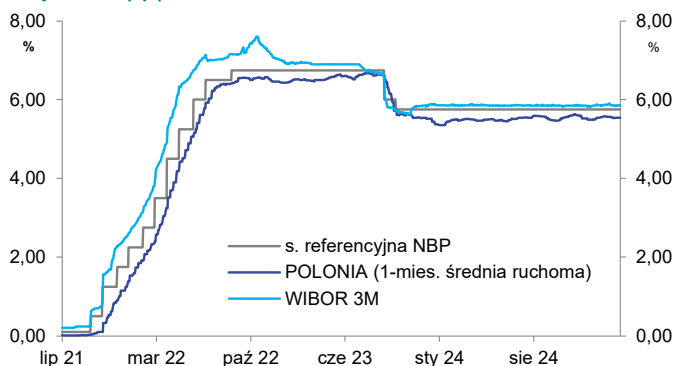
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 25 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Decyzja Ludowego Banku Chin dot. stopy procentowej MLF	mar	2,0%	2,0%	-
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	mar	85,2 pkt.	86,6 pkt.	-
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lut	5,4%	5,4%	5,5%
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	mar	6,50%	6,50%	-
Środa 26 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	lut	3,75%	3,75%	-
czwartek 27 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Wzrost PKB (ost.)	IV kw.	2,3% kw/kw (II szac.)	-	-
piątek 28 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	lut	0,9% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	lut	-0,2% m/m	0,2% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	lut	2,5% r/r	2,5% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	lut	2,6% r/r	2,7% r/r	-
poniedziałek 31 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lut	50,4 pkt.	-	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lut	50,2 pkt.	-	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	mar	4,9% r/r	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

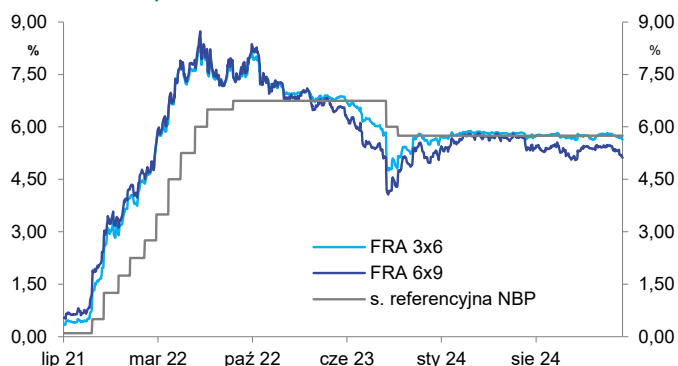
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



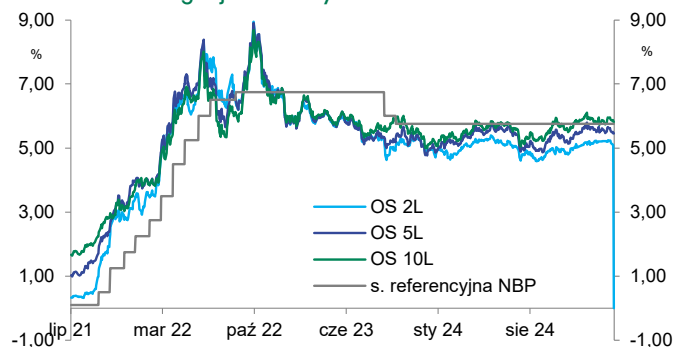
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



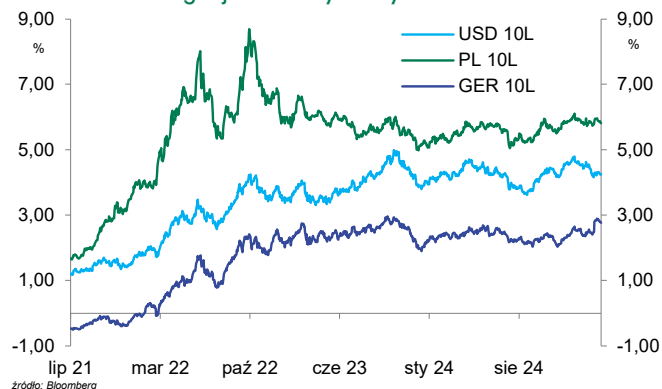
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



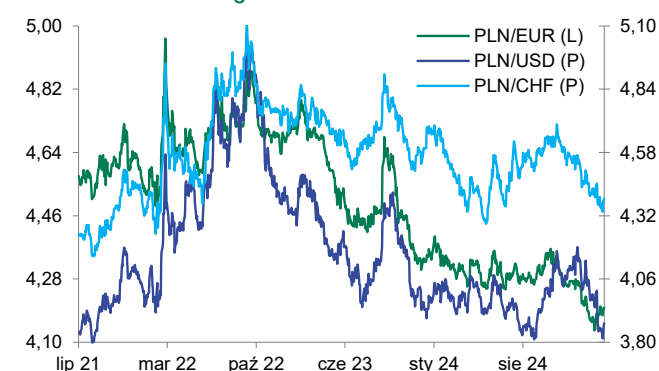
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



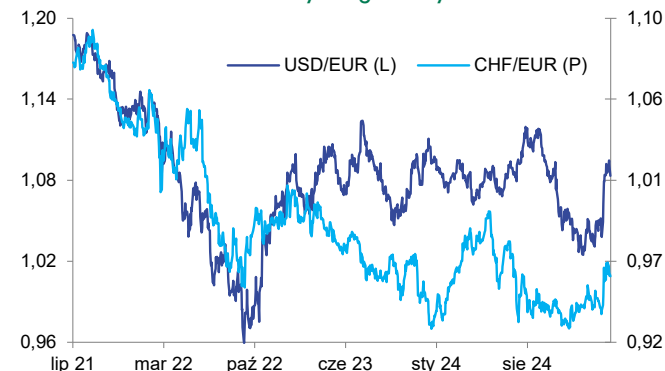
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



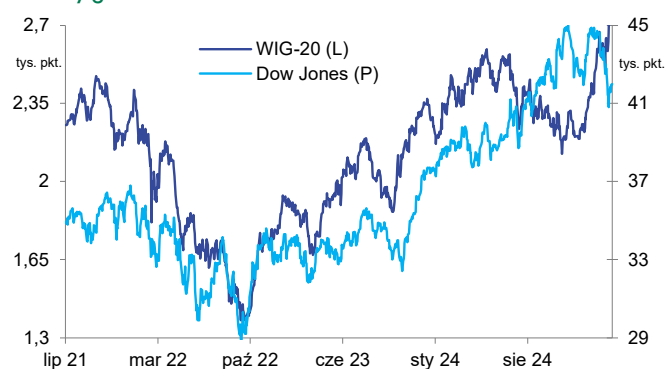
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



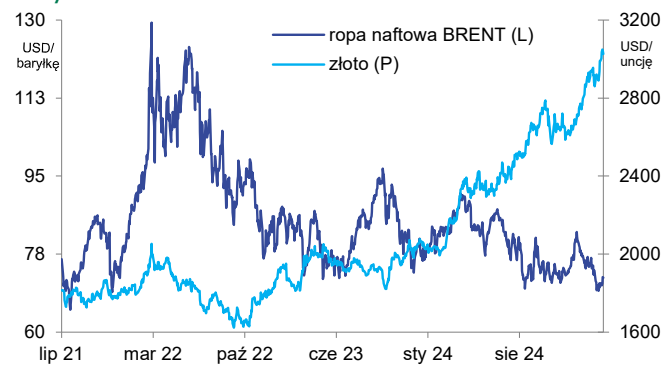
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



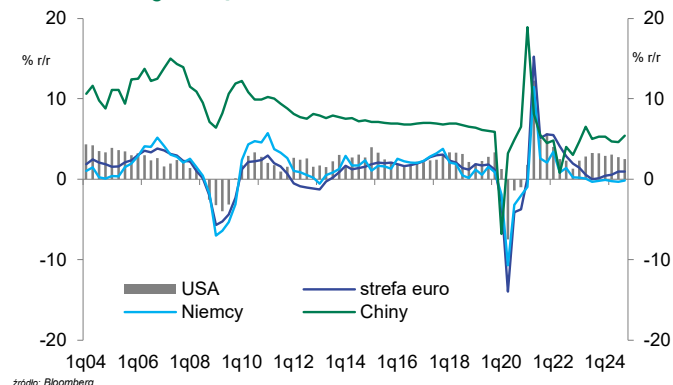
źródło: Bloomberg

2025-03-24

Klauzula poufności: BOŚ jawne

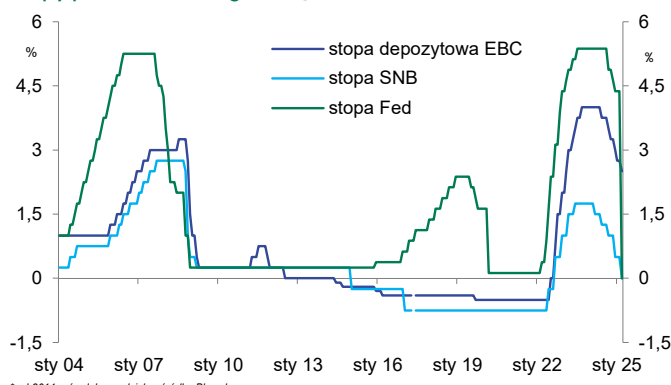
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



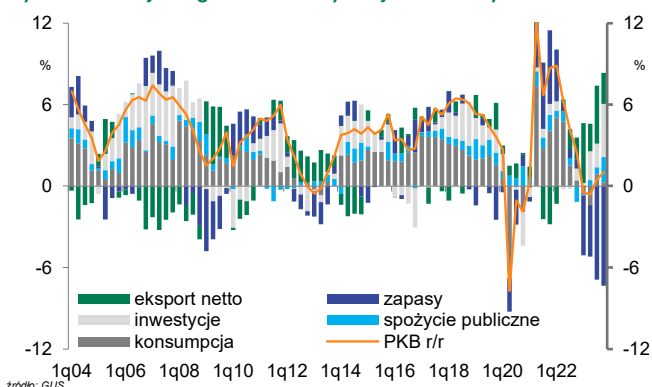
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



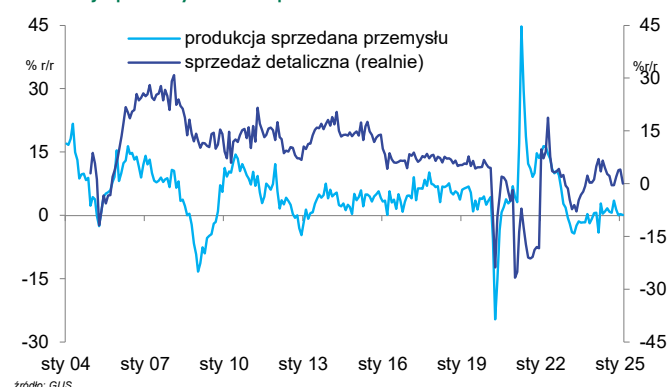
* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



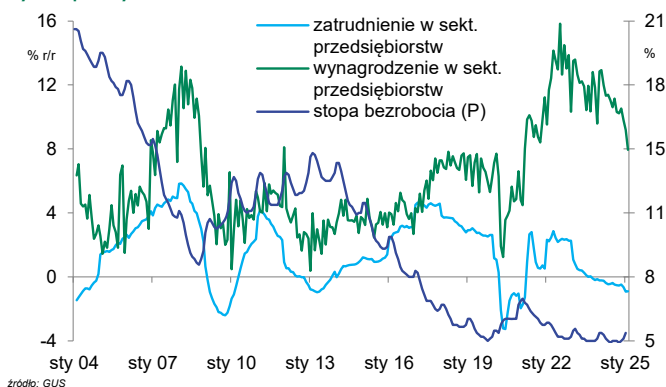
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



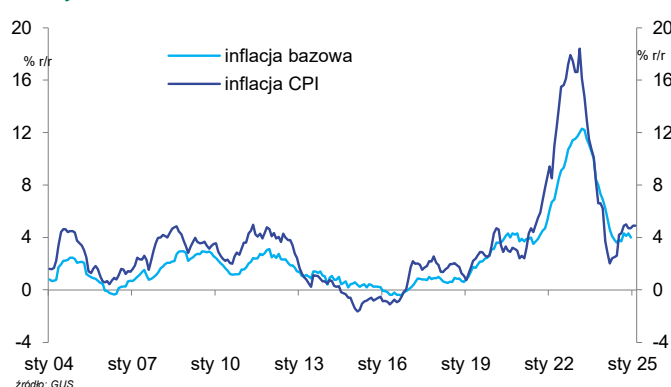
źródło: GUS

Rynek pracy



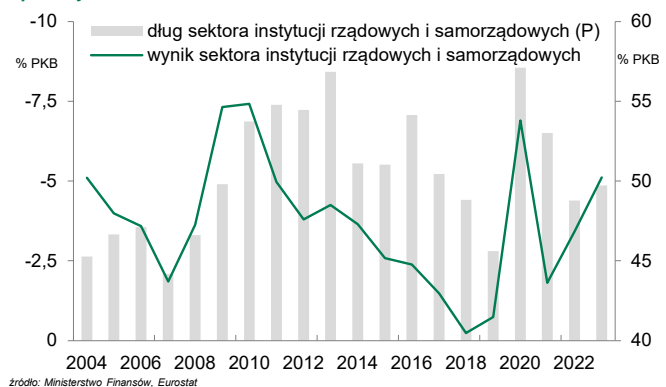
źródło: GUS

Inflacja



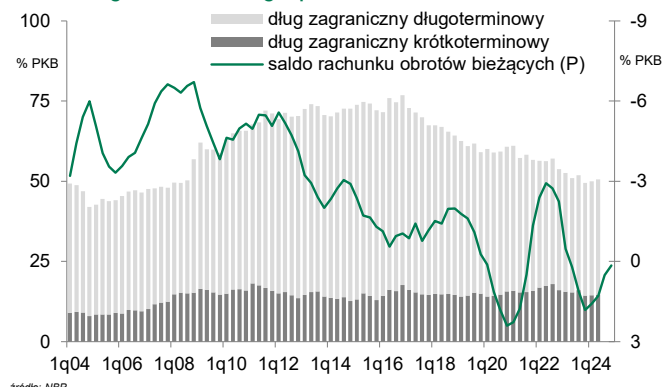
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2025	14.03.2025	21.03.2025	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	5,86	5,85	5,85	5,80	5,75
FRA 3x6	%	5,75	5,69	5,64	-	-	-
FRA 6x9	%	5,32	5,21	5,12	-	-	-
FRA 9x12	%	4,88	4,82	4,74	-	-	-
IRS 2L	%	5,09	5,05	5,02	-	-	-
IRS 5L	%	4,79	4,84	4,80	-	-	-
IRS 10L	%	4,94	5,09	5,03	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,22	5,15	0,00	5,20	5,15	5,10
Obligacje skarbowe 5L	%	5,47	5,51	5,45	5,55	5,50	5,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,74	5,88	5,81	5,90	5,85	5,80
PLN/EUR	PLN	4,16	4,18	4,20	4,20	4,20	4,20
PLN/USD	PLN	4,00	3,85	3,88	3,91	3,94	3,98
PLN/CHF	PLN	4,43	4,35	4,39	4,47	4,47	4,47
USD/EUR	USD	1,04	1,09	1,08	1,08	1,07	1,06
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	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,21	4,31	4,25	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,41	2,87	2,76	2,75	2,70	2,65

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.