

KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 stycznia 2025

Poprawa nastrojów rynkowych po zaprzysiężeniu Trumpa. W tym tygodniu decyzje Fed i EBC, w Polsce publikacja PKB za 2024 r.

- Na rynku globalnym miniony tydzień był kolejnym z lepszymi nastrojami rynkowymi i wzrostem cen aktywów o wyższym profilu ryzyka, któremu jednak nie towarzyszył już spadek rentowności obligacji skarbowych.
- Zgodnie z oczekiwaniami inauguracja prezydentury Donalda Trumpa była kluczowym wydarzeniem minionego tygodnia. Zaraz po zaprzysiężeniu prezydent podpisał serię dekretoów. Z punktu widzenia prognoz makroekonomicznych i sytuacji rynkowej kluczowe był jednak brak decyzji czy nawet zapowiedzi dot. nałożenia ceł. Choć prezydent Trump zagroził wzrostem ceł na import z Kanady i Meksyku, to nie podjął żadnych wiążących decyzji w kwestii polityki handlowej, a na pytanie dziennikarzy dot. taryf powiedział, że na ten moment administracja nie jest gotowa na taki ruch, choć w dalszym ciągu pozostaje to celem polityki gospodarczej.
- Taki przekaz został przez rynki odebrany bardzo pozytywnie i wzmocnił nadzieje, że kwestia ceł może być „jedynie” narzędziem negocjacyjnym polityki gospodarczej Trumpa a nie jest nieuchronnym scenariuszem. Taka interpretacja łącznie z utrzymaniem zapowiedzi wsparcia gospodarki redukcją podatków oraz deregulacją i zapowiedzią zwiększenia podaży paliw kopalnych silnie wsparła ceny akcji. Indeks globalny MSCI wzrósł w skali tygodnia o 1,7%, w tym w USA o 1,8% i w strefie euro o 1,3% i w grupie rynków wschodzących o 1,1%. Ten czynnik poskutkował także dalszym osłabieniem kursu dolara (aż o 1,5% w relacji do koszyka walut), co poskutkowało wzrostem kursu euro wobec dolara w kierunku 1,05 USD/EUR.
- Ograniczenie obaw przed gwałtownym wzrostem ceł, ani spadek cen ropy naftowej poniżej poziomu 80 USD/baryłkę (Brent) nie pomogło natomiast cenom obligacji skarbowych. W przypadku papierów niemieckich, rentowności obligacji nawet wzrosły, na co mogła wpłynąć publikacja wyraźnie lepszych od oczekiwań rynkowych wskaźników PMI za styczeń, w tym wyraźna poprawa koniunktury w niemieckim przemyśle. Choć te dane raczej nie wpłynęły na decyzję rady EBC w tym tygodniu, to poskutkowały lekkim ograniczeniem oczekiwanej skali redukcji stóp EBC w kolejnych miesiącach.
- Negatywnie zaskoczyły natomiast indeksy PMI w Chinach za styczeń (przygotowywane przez NBS) oraz zaskakujący spadek wstępnego szacunku indeksu PMI w usługach USA. Dopiero kolejne dane (wskaźniki ISM w USA oraz PMI w Chinach przygotowywane przez Caixan) zweryfikują tezę o wyhamowaniu aktywności w tych gospodarkach z początkiem tego roku.
- Krajowy rynek finansowy w minionym tygodniu pozostał pod wpływem sytuacji globalnej. Poprawa nastrojów globalnych wpłynęła na wzrost indeksu WIG o 2,6%, a w połączeniu z wyraźnym osłabieniem dolara, silnie wzmocniła kurs złotego. W relacji do koszyka walut złoty umocnił się aż o 1,5%, w tym kurs w relacji

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

do euro obniżył się do 4,21 PLN/EUR a w relacji do dolara do 4,02 PLN/USD. Minimalne zmiany notowały rentowności obligacji skarbowych, przy wypowiedziach członków RPP wpisujących się generalnie w scenariusz ograniczonej skali obniżek stóp NBP w II połowie roku.

- Bez wpływu na sytuację rynkową pozostały publikacje grudniowych danych ze sfery realnej polskiej gospodarki. Generalnie efekty kalendarzowe sprzyjały wyższym rocznym dynamikom wzrostu, niemniej dane nie wskazały na istotne zmiany sytuacji cyklicznej. Ponowny miesięczny spadek [produkcji przemysłowej](#) nie zapowiada szybkiego ożywienia, szczególnie popytu zagranicznego. Dane dot. [sprzedaży detalicznej](#) ustabilizowały się, gdyż nie sądzimy, aby słabsze wyniki sprzedaży żywności zapowiadały osłabienie popytu konsumpcyjnego. Zakładamy, że lepsze [dane z budownictwa](#) nie są zapowiedzią trwałego dynamicznego odbicia, raczej efektem kumulacji wydatków publicznych pod koniec ub.r. [Na rynku pracy](#) utrzymała się słabsza koniunktura, przy lekkim spadku zatrudnienia i ograniczeniu presji płacowej.
- Po uwzględnieniu grudniowych danych oczekujemy, że w IV kw. miało miejsce lekkie przyspieszenie dynamiki PKB do ok. 3,0%. Przy założeniu tej prognozy wzrost PKB w całym 2024 r. wzrośnie o 2,8% wobec 0,1% w 2023 r. Publikacja PKB za cały 2024 r. – zaplanowana na bieżący tydzień – zweryfikuje prognozę PKB oraz składowych (konsumpcji i inwestycji) w samym IV kw.
- Wydaje się jednak, że nawet dla krajowych aktywów finansowych ważniejsze w bieżącym tygodniu będą posiedzenia banków centralnych Fed i EBC.
- Biorąc pod uwagę całokształt danych makroekonomicznych z tygodni minionych, przede wszystkim utrzymujące się ryzyko dla aktywności w sferze realnej gospodarki strefy euro (pomimo styczniowej poprawy PMI) oczekujemy kolejnej obniżki stóp EBC o 25 pkt. baz. W naszej ocenie ubiegłotygodniowa wypowiedź prezes, w której Lagarde broniła „jedynie” stopniowego tempa obniżek stóp wspiera scenariusz kontynuacji dotychczasowej polityki łagodnych obniżek. Sądzymy, że podczas konferencji prezes EBC utrzyma podobny przekaz do tego z grudnia wskazując na perspektywę dalszych stopniowych obniżek, ale bez bardziej jednoznacznych wskazań dot. kolejnych ruchów.
- Choć stabilizacja stóp Fed jest powszechnie oczekiwana, to już więcej niepewności wiąże się z przekazem FOMC przy mniej jednoznacznych bieżących tendencjach inflacyjnych, solidnej sytuacji gospodarczej i stabilizującym się rynku pracy pod koniec ub.r. Dodatkowo politykę Fed komplikuje retoryka prezydenta Trumpa nawołującego do szybszych obniżek stóp. W tych warunkach politycznych FOMC może być jeszcze bardziej wstrzemięźliwy w „zapowiadaniu” kolejnych ruchów i zapewne jeszcze mocniej będzie akcentował potrzebę analizy kolejnych danych makroekonomicznych.
- W kolejnych tygodniach polityka gospodarcza pozostanie kluczowa dla sytuacji rynkowej. O ile od początku nie zakładaliśmy skrajnych scenariuszy gospodarczych, w tym dot. polityki handlowej, obawiamy się, że obecny optymizm rynkowy może być przesadzony. Podwyższenie ceł na import z Chin pozostaje wciąż bazowym scenariuszem, co będzie miało negatywne konsekwencje nie tylko dla gospodarki chińskiej, ale także europejskiej. Sporym czynnikiem ryzyka, głównie dla gospodarek Ameryki Północnej jest także potencjalne ryzyko wyraźnego wzrostu ceł na import z Meksyku i Kanady.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (29 – 30 stycznia)

Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma niezmiennione stopy procentowe, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 4,25% – 4,50%.

Podczas grudniowej konferencji prasowej prezes Powell wskazywał na możliwość bardziej stopniowych kolejnych ruchów, na istotną skalę dotychczasowego poluzowania polityki pieniężnej. Tym samym prezes *de facto* zapowiedział pauzę w cyklu obniżek stóp, po tym jak komitet obniżał na wcześniejszych 3 posiedzeniach.

Oceniamy, że dotychczasowe publikacje danych (mocne dane z rynku pracy, solidne wyniki aktywności gospodarczej w IV kw. i nieco tylko silniejszy od oczekiwań spadek inflacji bazowej CPI) są wsparciem dla scenariusza wolniejszych obniżek stóp.

Przy powszechnych prognozach stabilizacji stóp w styczniu, ważniejszy będzie zapewne komunikat po posiedzeniu oraz wystąpienie prezesa Fed będące wskazówką co do szans na marcową obniżkę. Sądzymy natomiast, że przy sporej niepewności dot. polityki gospodarczej nowej administracji, niepewności dot. tempa dezinflacji z początkiem br., FOMC będzie bardzo wstrzemięźliwy w kwestii jakichkolwiek wskazówek dot. kolejnego ruchu. Oczekujemy jeszcze silniejszego podkreślania zależności decyzji FOMC od napływających danych i informacji.

• PKB w 2024 r. – szacunek wstępny (30 stycznia)

Prognozujemy, że dynamika PKB w 2024 r. wyniosła 2,8% r/r, wobec 0,1% r/r w 2023 r. Prognoza ta zakłada wzrost dynamiki PKB w IV kw. 2024 r. do 3,0% r/r.

Dotychczas GUS przy publikacji danych rocznych nie korygował danych za okres I – III kw., stąd ewentualna wyższa/niższa dynamika wzrostu wskaźnika rocznego PKB za 2024 r. będzie implikowała wyższą/niższą dynamikę danych za IV kw. ub.r.

Szacujemy, że w IV kw. 2024 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych odbiła do 3,2% r/r, po silnym osłabieniu w III kw. w warunkach stabilnej sytuacji dochodowej gospodarstw domowych i wyraźnej poprawy danych dot. sprzedaży detalicznej.

Mniejszych zmian oczekujemy w inwestycjach, gdzie zakładamy, utrzymanie dynamiki nieznacznie powyżej 0,0% r/r, przy wciąż ograniczonej skali uruchomienia projektów współfinansowanych ze środków UE oraz bardzo wysokich bazach odniesienia.

	PKB	popyt krajowy	spożycie gospodarstw domowych	nakłady brutto na środki trwałe	zapasy	eksport netto
		% r/r			kontrybucja w pkt. proc.	
1q24	2,1	2,3	4,4	1,9	-2,4	0,0
2q24	3,2	4,8	4,6	3,2	-0,8	-1,3
3q24	2,7	4,4	0,3	0,1	3,2	-1,4
4q24*	3,0	3,9	3,2	0,5	1,4	-0,7
2024	2,8	3,8	3,1	1,2	0,4	-0,8

* przy założeniu braku korekt danych za okres I – III kw.

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (30 stycznia)**

Oczekujemy, że rada EBC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę depozytową do 2,75%. Zakładamy, że w warunkach utrzymujących się słabych danych ze sfery realnej oraz kontynuacji stopniowego spadku inflacji rada EBC zdecyduje się na kontynuację stopniowego luzowania polityki pieniężnej.

Kluczowym argumentem za dalszym luzowaniem polityki pieniężnej są publikacje słabych danych ze sfery realnej wskazujące na ryzyko stagnacji europejskiej gospodarki. Zapisy dyskusji z grudniowego posiedzenia rady EBC jak i wypowiedzi części członków Rady wyraźnie wskazały na kluczowe dla banku centralnego wyzwania po stronie aktywności w sferze realnej.

Choć wzrost cen energii z początkiem 2025 r. oraz bieżące wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń ograniczają w krótkim okresie tempo spadku inflacji, to te czynniki będą argumentem za utrzymaniem umiarkowanego tempa obniżek. Notowane obecnie spadki cen energii, a przede wszystkim sygnały potwierdzające spadek dynamiki płac w średnim okresie powinny ograniczać obawy członków rady EBC dot. średnioterminowych perspektyw inflacji.

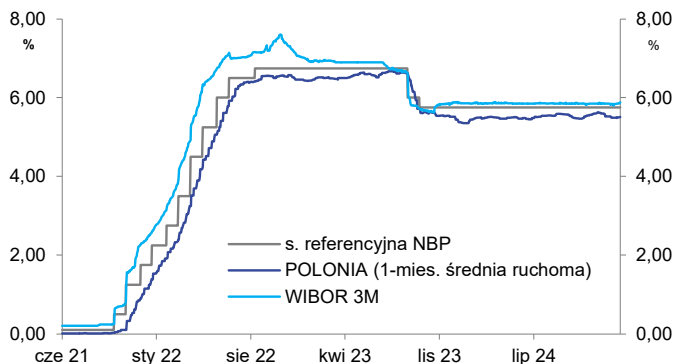
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 28 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	sty	6,50%	6,50%	-
środa 29 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	sty	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	sty	-	-	-
czwartek 30 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Dynamika PKB (wst.)	IV kw.	0,1% kw/kw	-0,1% kw/kw	-
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)	2024	0,1% r/r	2,8% r/r	2,8% r/r
11:00	EMU	Dynamika PKB (wst.)	IV kw.	0,4% kw/kw	0,1% kw/kw	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / st. oper. refin.)	sty	3,00% / 3,15%	2,75% / 2,90%	2,75% / 2,90%
14:30	US	Wzrost PKB (wst.)	IV kw.	3,1% kw/kw	2,7% kw/kw	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC	sty	-	-	-
piątek 31 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	sty	50,5 pkt.	50,6 pkt.	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	gru	2,4% r/r	2,5% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	gru	2,8% r/r	2,8% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	gru	0,3% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	gru	0,4% m/m	0,5% m/m	-
poniedziałek 3 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	sty	48,2 pkt.	-	48,5 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	sty	2,4% r/r	-	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	sty	2,7% r/r	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	sty	49,3 pkt.	48,9 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

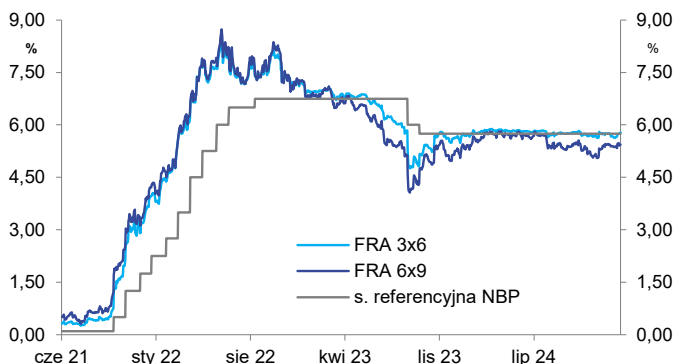
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



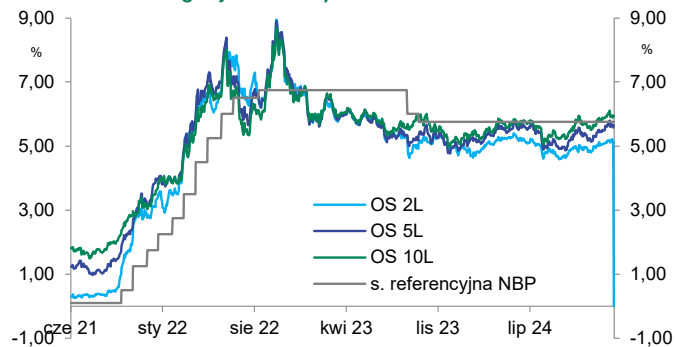
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



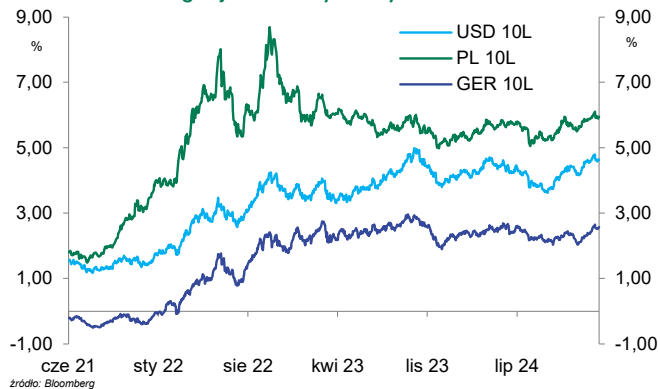
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



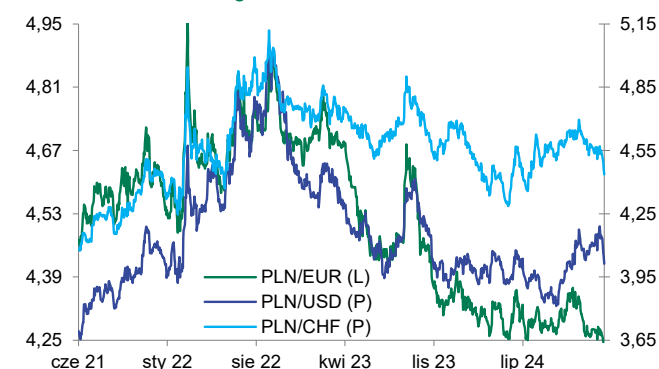
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



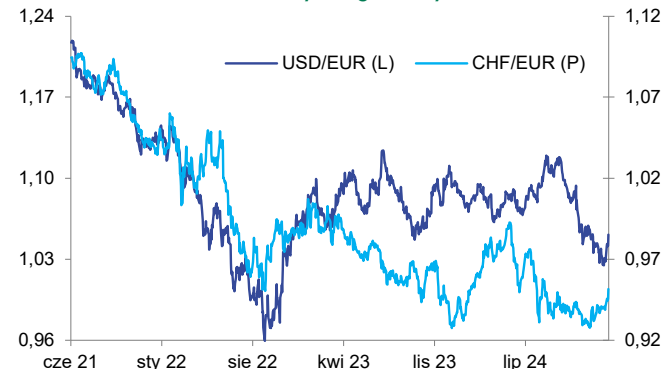
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



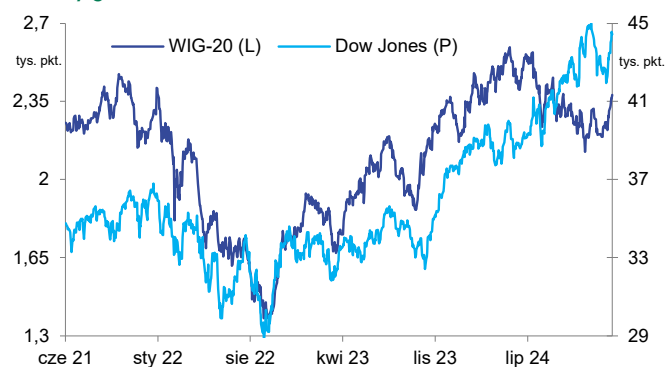
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



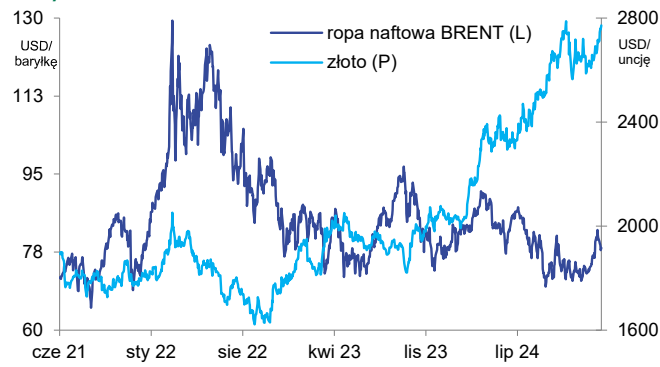
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



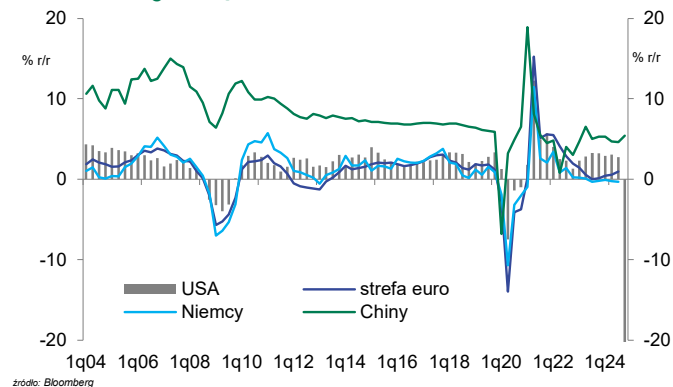
źródło: Bloomberg

2025-01-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

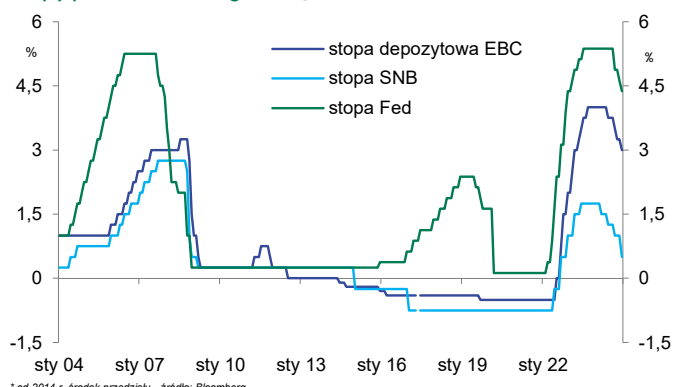
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



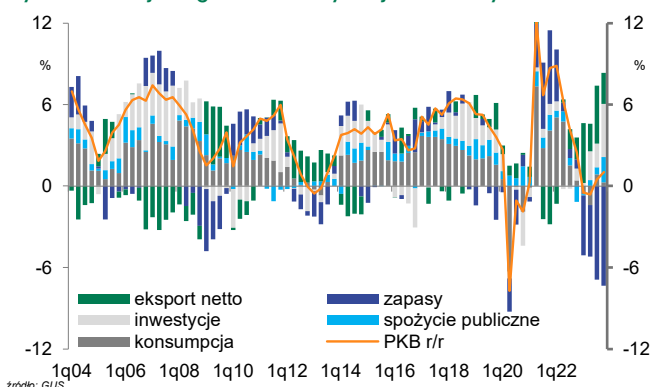
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



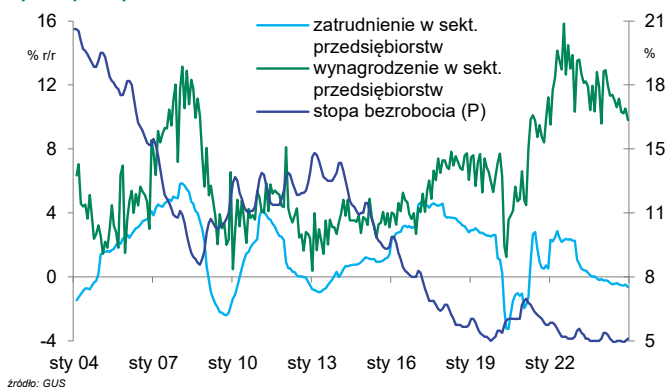
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



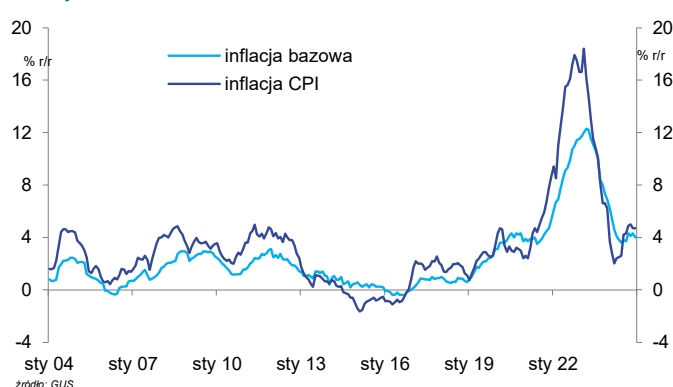
źródło: GUS

Rynek pracy



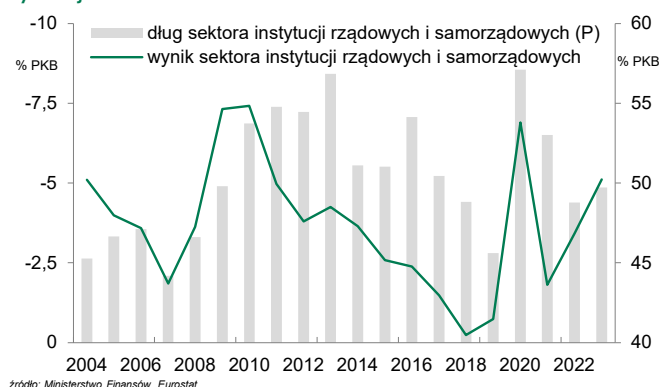
źródło: GUS

Inflacja



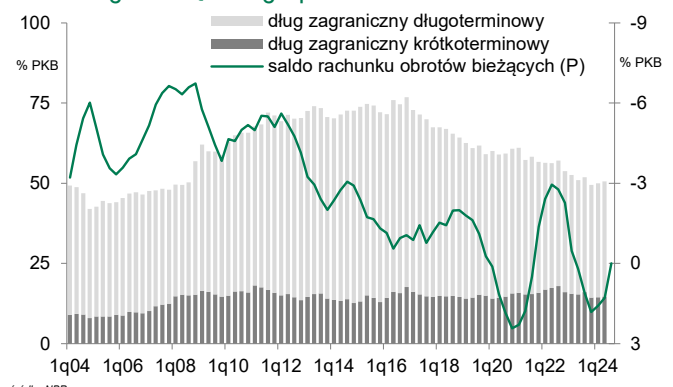
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2024	17.01.2025	24.01.2025	28.02.2025	31.03.2025	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	%	5,84	5,85	5,88	5,85	5,85	5,75
FRA 3x6	%	5,73	5,73	5,78	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,46	5,44	-	-	-
FRA 9x12	%	5,15	5,14	5,11	-	-	-
IRS 2L	%	5,26	5,27	5,24	-	-	-
IRS 5L	%	5,04	5,04	5,02	-	-	-
IRS 10L	%	5,20	5,23	5,20	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,08	5,18	0,00	5,00	4,95	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,48	5,66	5,64	5,55	5,50	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,87	5,93	5,94	5,80	5,75	5,50
PLN/EUR	PLN	4,27	4,27	4,21	4,27	4,30	4,32
PLN/USD	PLN	4,10	4,15	4,01	4,11	4,13	4,11
PLN/CHF	PLN	4,54	4,55	4,44	4,52	4,55	4,57
USD/EUR	USD	1,04	1,03	1,05	1,04	1,04	1,05
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50	2,00
Stopa SNB	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,57	4,63	4,62	4,45	4,35	4,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,36	2,53	2,57	2,35	2,30	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.