

KOMENTARZ TYGODNIOWY

24 lutego 2025

Solidne styczniowe dane z polskiej gospodarki. Wybory w Niemczech bez większej niespodzianki.

- Wobec braku nowych istotnych informacji dotyczących polityki handlowej USA w minionym tygodniu nie wykształciła się jednoznaczna siła zmian notowań wszystkich klas aktywów. W efekcie poszczególne segmenty rynku reagowały indywidualnie na publikację danych makroekonomicznych czy informacje nt. sytuacji geopolitycznej w kontekście sytuacji w Ukrainie, przy generalnie podwyższonej zmienności notowań.
- W minionym tygodniu Europa starała się odnaleźć wobec wzrostu obaw co do dalszego zaangażowania USA w gwarantowanie bezpieczeństwa w Europie po konferencji w Monachium, zaskakująco pozytywnej narracji prezydenta Trumpa wobec Rosji, a także wobec rozpoczęcia rozmów między USA i Rosją ws. zakończenia wojny w Ukrainie (bez obecności przedstawicieli Ukrainy). Wobec tej sytuacji dominowały deklaracje państw europejskich o planach istotnego zwiększenia wydatków na cele wojskowe.
- Jednocześnie oczekiwano na wyniki niedzielnych wyborów parlamentarnych w Niemczech, które ostatecznie nie zaskoczyły. Według wstępnych oficjalnych danych zwycięzcą wyborów został chadecki blok CDU/CSU, który uzyskał 28,5% poparcia, przed Alternatywą dla Niemiec (AfD) – 20,8% i Socjaldemokratyczną Partią Niemiec (SPD) – 16,4%. Na kolejnych miejscach znaleźli się Zieloni – 11,6%. i Lewica – 8,8%. Do Bundestagu nie weszli liberałowie (FDP) oraz Sojusz Sahry Wagenknecht (BSW), które nie przekroczyły progu 5% poparcia. Wyniki wyborów nie są niespodzianką, z pozytywów (wobec niepewności sprzed wyborów) oznaczają wzrost prawdopodobieństwa dwupartyjnej koalicji rządowej (CDU/CSU – SPD) i uniknięcie koalicji składającej się z większej liczby partii. Z kolei układ sił w nowym Bundestagu wskazuje na potencjalne wyzwania w przeprowadzeniu zmian w konstytucji dotyczących podwyższenia limitu zadłużenia, gdyż AfD i Lewica będą posiadać ponad 1/3 liczby deputowanych.
- Przy stosunkowo ubogim ubiegłotygodniowym kalendarzu publikacji danych makroekonomicznych z gospodarek światowych najważniejsze były piątkowe wstępne wyniki lutowych wskaźników PMI w strefie euro, które wskazały na wyhamowanie pozytywnego trendu wzrostowego z poprzednich dwóch miesięcy indeksu ogółem PMI (*composite*) za sprawą słabszych wyników w usługach, przy dalszym stopniowym wzroście indeksu w przemyśle (zarówno w EMU, jak i w Niemczech). Z kolei w USA dane zaskoczyły sporym spadkiem indeksu PMI w usługach do 49,7 pkt. z 52,9 pkt. w styczniu.
- Na rynkach akcji przez pierwszą część tygodnia dominowały pozytywne nastroje podsycane w szczególności w Europie oczekiwaniami na szybkie zakończenie konfliktu w Ukrainie (spadek premii za ryzyko) oraz perspektywą odbudowy Ukrainy. Jednak koniec tygodnia przeniósł korektę wcześniejszych wzrostów – w przypadku USA czynnikiem wyzwalającym spadki była m.in. publikacja wyraźnie słabszych od oczekiwań wyników sieci handlowej Walmart i spadek PMI w usługach. W rezultacie w skali całego tygodnia większość indeksów MSCI zanotowała spadek, w tym globalny o 1,5%, indeks w USA o 1,8%, a

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 strefie euro o 0,3%. Jednym z wyjątków był indeks rynków wchodzących, który wzrósł o 1,8%, głównie za sprawą dobrych nastrojów na giełdach w Chinach.

- Na rynkach bazowych obligacji przez pierwszą część tygodnia dominował trend wzrostowy rentowności w USA podsyćany przez odczytany jako jastrzębi protokół z ostatniego posiedzenia FOMC, a na rynku niemieckim przez oczekiwania na poluzowanie europejskiej polityki fiskalnej wobec konieczności zwiększenia wydatków na zbrojenia oraz odebraną jako „jastrzębią” wypowiedź wiceprezes EBC I. Schnabell. Jednak końcówka tygodnia przyniosła niższe rentowności m.in. w reakcji na słabsze od oczekiwań dane nt. PMI z EMU i USA. Ostatecznie w skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich w USA lekko spadły do 4,43%, a w Niemczech lekko wzrosły do 2,47%. Kurs dolara w euro znajdował się w trendzie bocznym wahając się w trakcie tygodnia o w przedziale 1,04 – 1,05 USD/EUR.
- Krajowy rynek obligacji doświadczył w minionym tygodniu znaczącej korekty wzrostowej rentowności po wcześniejszym okresie ich spadków. Wygląda na to, że rynek podążył tym razem bardziej w tandemie z Bundami po okresie wcześniejszej wyższej korelacji z rynkiem amerykańskim. W skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich wzrosły aż o 15 pkt. baz. do 5,87% i powróciły w okolice wyższych poziomów notowanych pod koniec stycznia. Po okresie dynamicznej aprecjacji kurs złotego lekko osłabł w skali tygodnia o 0,3% w relacji do koszyka walut i ukształtował się w okolicach 4,17 w relacji do euro i 3,98 w relacji do dolara (wciąż silnych poziomach w perspektywie przetomu 2024-25).
- Natomiast polski rynek akcji wbrew tendencjom na rozwiniętych rynkach pozostawał w silnym trendzie wzrostowym – WIG w skali tygodnia wzrósł o mocne 3% (8 tydzień z rzędu ze wzrostem) kontynuując odrabianie dotychczasowego dyskonta wobec innych rynków.
- Opublikowane w minionym tygodniu oraz z początkiem bieżącego tygodnia styczniowe dane z polskiej gospodarki przyniosły pozytywne niespodzianki w [sprzedaży detalicznej](#) i [produkcji budowlanej](#), stagnację w [przemysle](#) oraz kontynuację [jednocyfrowej dynamiki płac](#) i w naszej ocenie wskazały na utrzymanie z początkiem 2025 r. ponad 3-procentowego wzrostu polskiej gospodarki.
- Jeśli tak jak w minionym tygodniu wątki handlowe pozostaną na dalszym planie, to w bieżącym tygodniu na pierwszym planie pozostaną wątki polityczne (pierwsze negocjacje nt. koalicji w Niemczech, kolejne informacje geopolityczne dot. relacji USA – Europa i nt. sytuacji w Ukrainie) oraz publikacje danych makroekonomicznych.
- W kalendarzu publikacji najistotniejsze dane pojawią się pod koniec tygodnia i na początku kolejnego tygodnia – w USA będą to miary inflacji PCE za styczeń wraz z dynamiką wydatków i dochodów gospodarstw domowych, w Chinach weekendowe publikacje wskaźników PMI, z kolei z początkiem tygodnia poznamy wstępne lutowe szacunki inflacji HICP w strefie euro.
- W kraju publikacja stopy bezrobocia zakończy cykl publikacji danych za styczeń, w bieżącym tygodniu opublikowany zostanie ponadto ostateczny szacunek PKB za IV kw. Tradycyjnie pod koniec lutego GUS nie poda szacunku inflacji *flash* za luty – lutowy CPI poznamy w połowie marca wraz z ostatecznym szacunkiem styczniowej inflacji wg nowych wag w koszyku inflacyjnym.

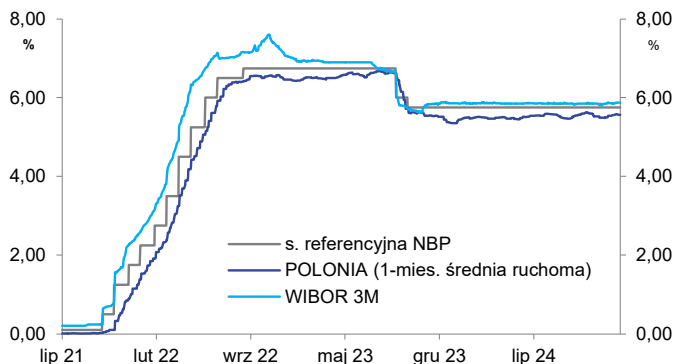
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 24 lutego				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Podaż pieniądza M3		sty	9,3% r/r	9,3% r/r	9,4% r/r
wtorek 25 lutego				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Decyzja Banku Ludowego Chin dot. stopy procentowej MLF		lut	2,0%	2,0%	-
08:00	DE	Dynamika PKB (ost.)		IV kw.	-0,2% kw/kw (wst.)	-0,2% kw/kw	-
10:00	PL	Stopa bezrobocia		sty	5,1%	5,4%	5,4%
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych		lut	6,50%	6,50%	-
czwartek 27 lutego				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (ost.)		IV kw.	3,2% r/r (wst.)	-	-
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> ze styczniowego posiedzenia EBC		sty	-	-	-
14:30	US	Wzrost PKB (II szac.)		IV kw.	2,3% kw/kw (wst.)	-	-
piątek 28 lutego				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych		sty	0,4% r/r	0,3% r/r	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych		sty	0,7% r/r	0,3% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE		sty	2,6% m/m	2,5% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE		sty	2,8% m/m	2,6% m/m	-
sobota 1 marca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi		lut	50,2 pkt.	52,2 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł		lut	49,1 pkt.	50,1 pkt.	-
poniedziałek 3 marca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł		lut	50,1 pkt.	50,6 pkt.	-
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł		lut	48,8 pkt.	-	49,3 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)		lut	2,0% r/r	2,3% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)		lut	2,7% r/r	2,9% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł		lut	50,9 pkt.	49,3 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

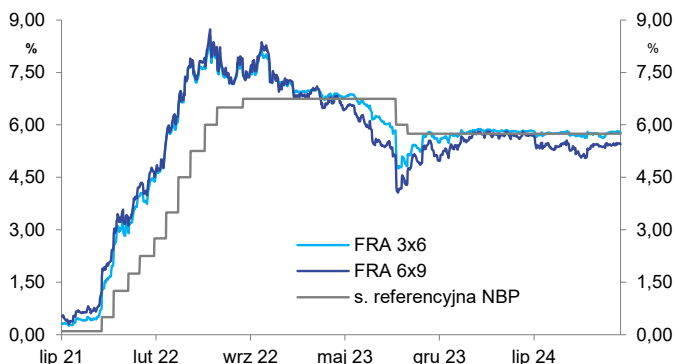
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



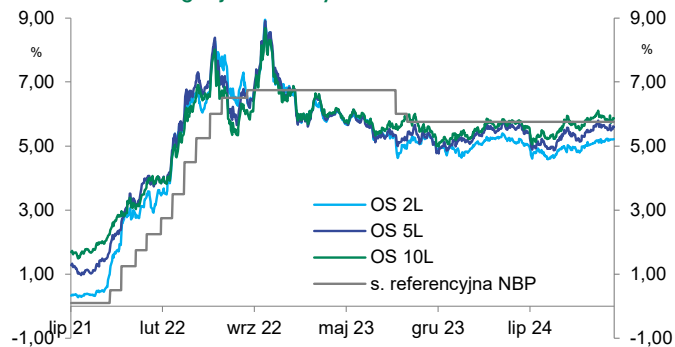
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



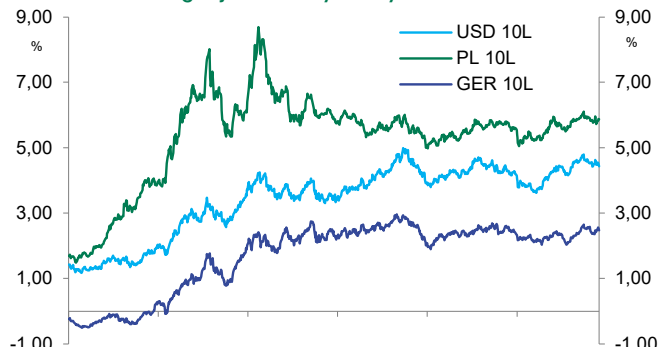
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



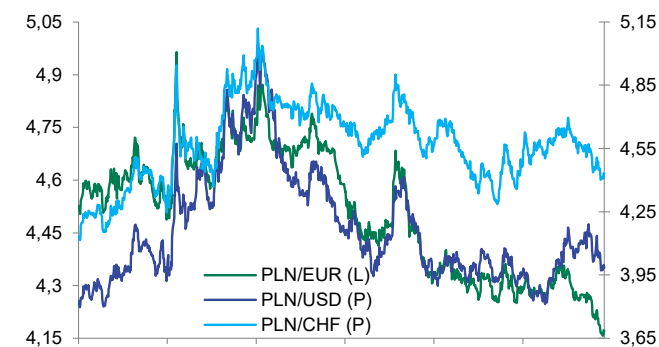
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



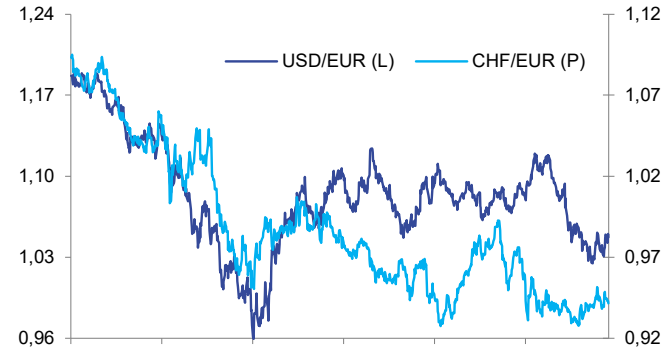
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



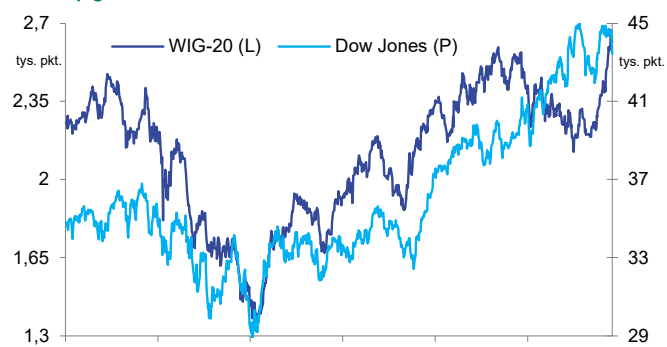
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



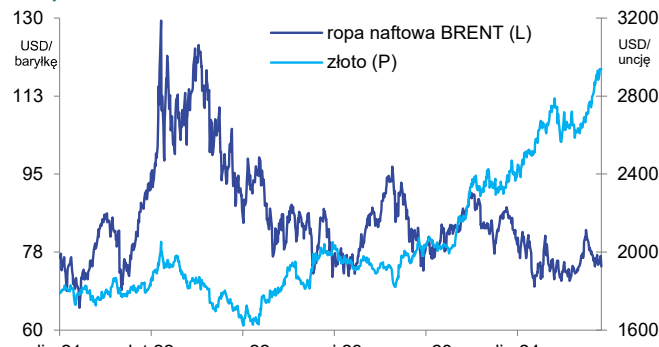
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



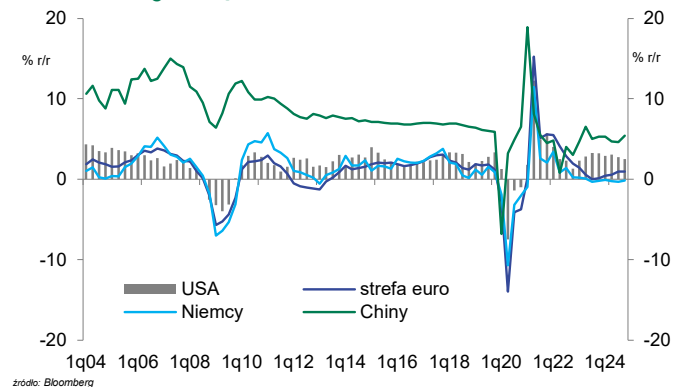
źródło: Bloomberg

2025-02-24

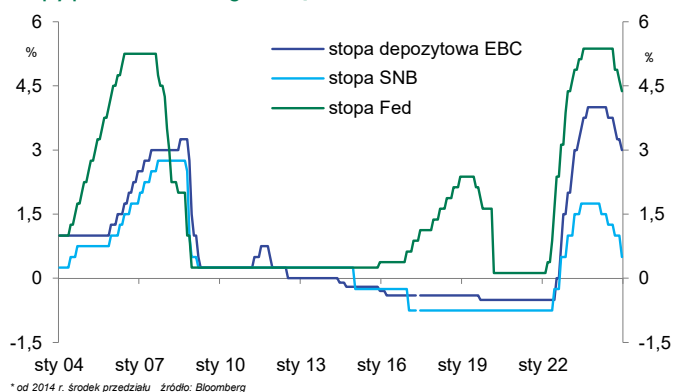
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

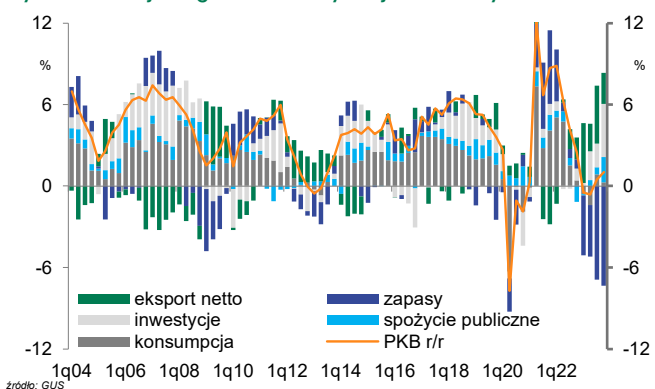
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



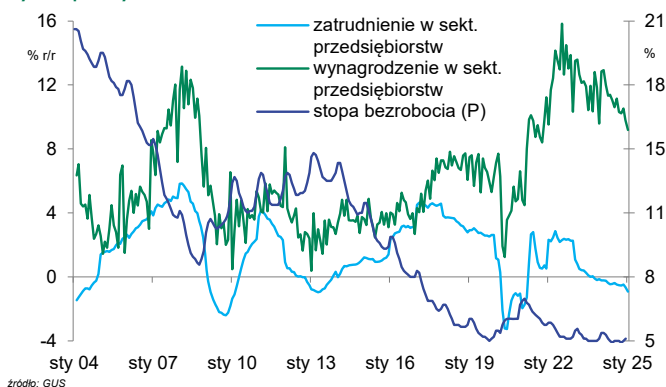
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



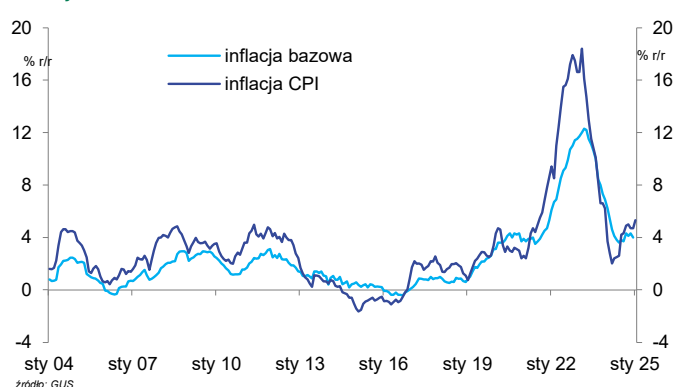
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



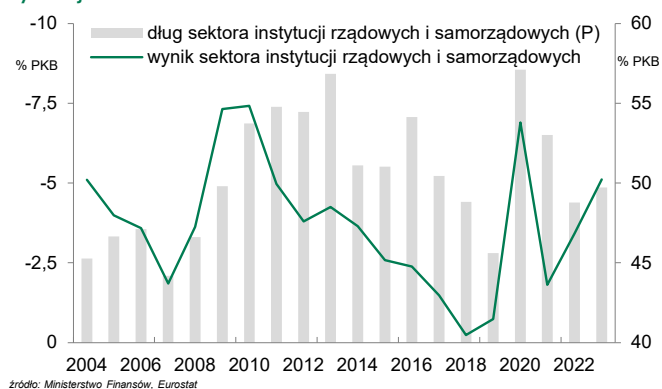
Rynek pracy



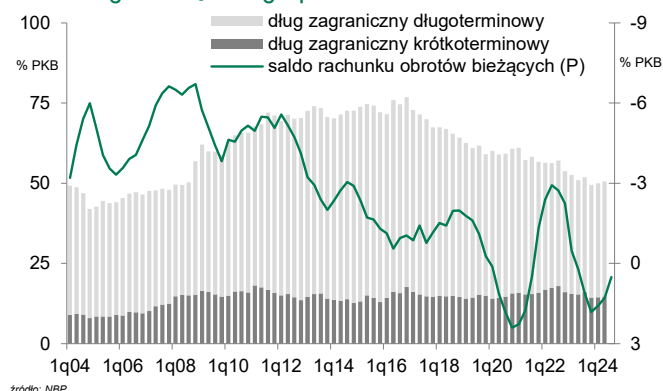
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2025	14.02.2025	21.02.2025	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	5,87	5,85	5,85	5,75
FRA 3x6	%	5,80	5,81	5,79	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,46	5,45	-	-	-
FRA 9x12	%	5,04	5,03	5,03	-	-	-
IRS 2L	%	5,19	5,20	5,24	-	-	-
IRS 5L	%	4,93	4,90	4,99	-	-	-
IRS 10L	%	5,10	5,06	5,16	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,17	5,21	5,22	4,95	4,90	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,48	5,60	5,50	5,45	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,82	5,72	5,87	5,75	5,70	5,60
PLN/EUR	PLN	4,21	4,16	4,17	4,20	4,22	4,26
PLN/USD	PLN	4,06	3,97	3,98	4,06	4,08	4,12
PLN/CHF	PLN	4,45	4,40	4,43	4,44	4,47	4,51
USD/EUR	USD	1,04	1,05	1,05	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	4,48	4,43	4,40	4,35	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,43	2,47	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.