

KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 kwietnia 2025

Krucha stabilizacja na rynkach. EBC obniżył stopy. W poświęconym tygodniu seria danych z Polski oraz PMI w EMU.

- Brak nowych istotnych informacji z obszaru polityki handlowej USA służył w mijającym tygodniu stabilizacji nastrojów rynkowych i obniżeniu zmienności notowań na rynkach finansowych. Stabilizacja ta nastąpiła po burzliwych wcześniejszych dwóch tygodniach ze skokowym wzrostem awersji do ryzyka w pierwszym tygodniu kwietnia w reakcji na ogłoszenie przez USA wysokich ceł „wzajemnych” w relacjach z większością krajów, a następnie pozytywnym odreagowanie w reakcji na czasowe zawieszenie obowiązywania tych ceł.
- Obecnie w relacjach handlowych obowiązuje (z wyjątkiem Chin) dodatkowa jednolita stawka 10% na import do USA, a także cła branżowe (samochody, stal, aluminium). W relacjach handlowych USA – Chiny trwa stan „wojny handlowej” – oba kraje utrzymują wzajemne stawki celne przekraczające 100% z wyjątkiem wybranych grup produktów importowanych z Chin (m.in. smartfony, laptopy, części do komputerów, panele do ekranów telewizyjnych).
- W warunkach 90-dniowego zawieszenia ceł „wzajemnych” trwają negocjacje między USA i partnerami handlowymi nt. działań, które mają doprowadzić do odgraniczenia deficytu handlowego USA. Jednocześnie zgodnie z informacjami płynącymi z Białego Domu trwają prace nad dodatkowymi cłami branżowymi – m.in. na półprzewodniki i produkty farmaceutyczne.
- Wobec braku nowych istotnych informacji z obszaru polityki handlowej najistotniejszym wydarzeniem mijającego tygodnia było [posiedzenie EBC](#). Rada Prezesów podczas czwartkowego posiedzenia obniżyła stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę depozytową do poziomu 2,25%. Rada usunęła z komunikatu zapisy dot. restrykcyjności polityki pieniężnej (w marcu oceniła, że „polityka pieniężna staje się wyraźnie mniej restrykcyjna”, a do stycznia określała tę politykę jako restrykcyjną). Podczas konferencji prezes EBC lekko osłabiła potencjalnie „jastrzębi” wydźwięk komunikatu. Wskazała, że ta zmiana jest związana z dotychczasowym poluzowaniem polityki pieniężnej i odniesienia bieżącego poziomu stóp do tzw. stopy neutralnej wskazując na bardziej techniczny wydźwięk tej zmiany. jednocześnie wskazała, że nie użyłaby już określenia, że „kierunek dla stóp procentowych jest jasny”. Podkreśliła jeszcze większe znaczenie analizy napływających danych i informacji dla decyzji dot. stóp procentowych. Podtrzymujemy prognozę, że rada EBC na czerwcowym posiedzeniu obniży stopy o 25 pkt. baz. do poziomu 2,0% dla stopy depozytowej. Uważamy, że także w czerwcu przeważa kwestia ryzyka dla aktywności, w szczególności wobec materializującego się scenariusza spadku inflacji.
- W zakresie publikacji danych makroekonomicznych bieżący tydzień przyniósł silniejszy od oczekiwań wzrost PKB w Chinach (5,4% r/r wobec oczekiwanych 5,2% r/r), co po części przypisywane jest okresowej silniejszej aktywności przed wprowadzeniem oczekiwanych restrykcji celnych USA wobec Chin (silny eksport i produkcja przemysłu), ale też efektowi silniejszych inwestycji i konsumpcji (efekt

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

stymulujących gospodarkę programów rządowych). W przypadku USA marcowa sprzedaż detaliczna była zgodna z oczekiwaniami (wzrost o 1,4% m/m), nieco słabszą od oczekiwań okazała się produkcja przemysłu (-0,3% m/m).

- Wobec braku nowych informacji z obszaru polityki celnej sytuacja rynkowa w mijającym tygodniu była wyraźnie stabilniejsza wobec tej z pierwszej połowy miesiąca. Jednocześnie trudno mówić o pełnym uspokojeniu nastrojów rynkowych biorąc pod uwagę wysoką niepewność wobec dalszego rozwoju sytuacji – w krótszym okresie w zakresie kolejnych działań w zakresie polityki handlowej USA, a w dłuższym – reakcję gospodarek na dotychczas wprowadzone restrykcje oraz niepewność co do rozwoju sytuacji.
- Po skokowych zmianach notowań akcji w pierwszych dwóch tygodniach kwietnia w bieżącym tygodniu (do wczoraj) globalny indeks akcji MSCI praktycznie nie zmienił się (-0,1%) w relacji do piątku przed tygodniem. W USA po pozytywnym odreagowaniu we wcześniejszym tygodniu indeks MSCI obniżył się o 1,4%. Z kolei w przypadku indeksu MSCI dla strefy euro miał miejsce wzrost o 3,6%, niemniej praktycznie w całości był to efekt opóźnienia reakcji rynków europejskich wobec odbicia indeksów w USA pod koniec minionego tygodnia. Po części efekt przesunięcia czasowego przyczynił się też do wzrostu indeksu MSCI dla rynków wschodzących (+1,5%).
- Na rynkach bazowych obligacji rentowności obniżyły się. W USA rentowności papierów 10-letnich spadły o ok 15 pkt. baz. do poziomu 4,33% (po części efekt korekty po nietypowym wzroście rentowności we wcześniejszym tygodniu). Z kolei rentowności niemieckich 10-letnich bundów spadły o kolejne 10 pkt. baz. do 2,47%, a spadek ten dodatkowo wsparła wczorajsza obniżka stóp EBC.
- Na rynku walutowym dolar kontynuował w tym tygodniu deprecjację (-0,5% w relacji do koszyka walut) zaś euro stabilizowało się w relacji do koszyka walut. Kurs USD/EUR wahał się w trakcie tygodnia w przedziale 1,12-1,14 dolara za euro.
- Uspokojenie na globalnym rynku służyło krajowym aktywom finansowym. WIG solidnie zyskał w bieżącym tygodniu (4,4%), kurs złotego lekko zyskał 0,3% w relacji do koszyka walut (4,28 PLN/EUR, 3,77 PLN/USD, 4,61 PLN/CHF). Równolegle rentowności złotych papierów skarbowych kontynuowały trend spadkowy wspierane stabilizacją na globalnym rynku, obniżeniem rentowności na rynkach bazowych i utrzymywaniem się oczekiwań na rychłe poluzowanie polityki monetarnej przez RPP (kontynuacja spadku notowań IRS). W bieżącym tygodniu rentowności obligacji 2-letnich spadły o 7 pkt. baz. w okolice 4,30%, a obligacji 10-letnich o 4 pkt. baz. poniżej 5,30%. Od początku kwietnia rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości spadły o blisko 70 pkt. baz., zaś na długim końcu – o niespełna 50 pkt. baz. Ostatnie publikacje danych nt. [krajowej inflacji w marcu](#) (stabilizacja CPI na poziomie 4,9% r/r i inflacji bazowej na poziomie 3,6% r/r) nie wpłynęły już na rynek, gdyż nie przyniosły nowych istotnych informacji.
- W poświęconym tygodniu jest szansa na dalszą względną stabilizację rynkową, natomiast należy mieć na uwadze ryzyko pojawienia się informacji dot. nowych „branżowych” ceł dot. półprzewodników i produktów farmaceutycznych, co okresowo może zwiększyć zmienność rynkową.
- W przyszłym tygodniu kalendarz publikacji danych z gospodarki światowej jest dość ubogi. Najistotniejszymi publikacjami będą wstępne szacunki wskaźników koniunktury PMI za kwiecień oraz indeks Ifo z Niemiec, które

podpowiedzą jak na nastroje przedsiębiorców wpłynął wzrost niepewności w konsekwencji nieprzewidywalnej polityki handlowej USA.

- Z kolei kalendarz publikacji nt. polskiej gospodarki będzie bardzo bogaty – planowana jest publikacja serii danych za marzec – dynamiki wynagrodzeń, produkcji przemysłu i budownictwa oraz sprzedaży detalicznej.
- W związku z tym, że niektórzy członkowie RPP, w tym prezes NBP, wskazywali w swych wypowiedziach, że publikacje te będą miały istotne znaczenie dla majowej decyzji RPP o poziome stóp procentowych, po raz pierwszy od dłuższego czasu dane krajowe mogą mieć silniejszy wpływ na notowania krajowych aktywów finansowych. Prognozujemy, że za sprawą czynników sezonowych (większa liczba dni roboczych w marcu), dane z polskiej gospodarki poprawią się wobec słabych wyników z lutego. Oczekujemy m.ni. wzrostu dynamiki płać powyżej 8% r/r wobec konsensusu rynkowego oczekującego dalsze obniżenie dynamiki płać w marcu. Jeśli nasze prognozy spełnią się, na rynku może powstać powątpiewanie co skali obniżki stóp na najbliższym majowym posiedzeniu, co może poskutkować lekką korektą dotychczasowych zmian rynkowych stóp procentowych. Natomiast należy zaznaczyć, że wobec zmiennej i trudnej do interpretacji komunikacji Rady, w naszej ocenie nawet oczekiwana przez nas poprawa marcowych danych nie musi przekreślić opcji obniżki stóp o 50 pkt. baz. podczas majowego posiedzenia RPP.

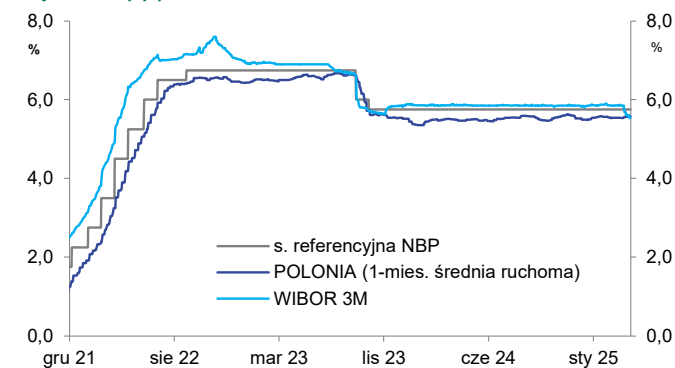
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 22 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	mar	-0,9% r/r	-0,9% r/r	-0,9% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	mar	7,9% r/r	7,7% r/r	8,4% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	mar	-2,0% r/r	3,7% r/r	4,4% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	mar	-1,3% r/r	-1,1% r/r	-1,3% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	mar	0,0% r/r	5,7% r/r	6,4% r/r
środa 23 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	kwi	48,3 pkt.	47,6 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	kwi	50,9 pkt.	50,4 pkt.	-
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	mar	-0,5% r/r	0,4% r/r	1,8% r/r
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	kwi	48,6 pkt.	47,7 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	kwi	51,0 pkt.	50,5 pkt.	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	mar	9,1% r/r	9,7% r/r	9,6% r/r
czwartek 24 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	mar	5,4%	5,3%	5,3%
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	kwi	86,7 pkt.	85,2 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

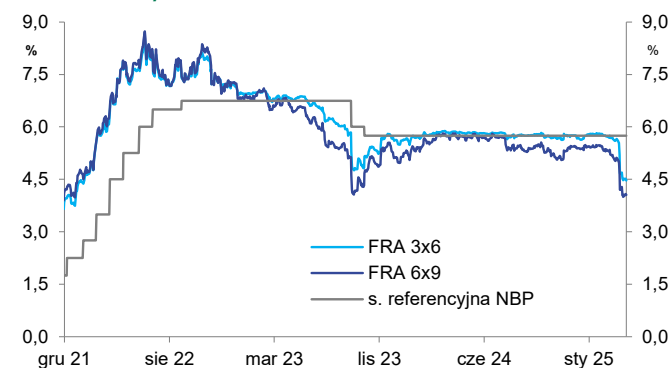
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



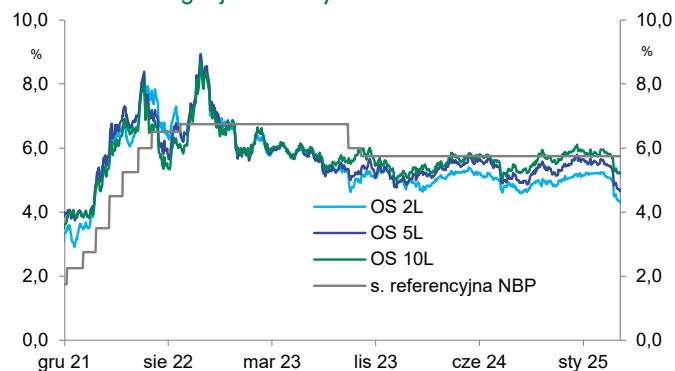
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



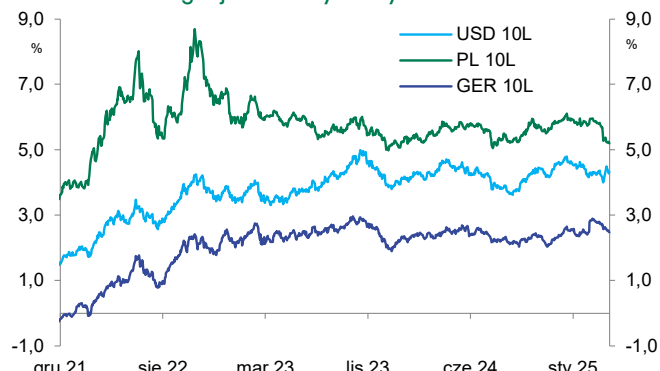
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



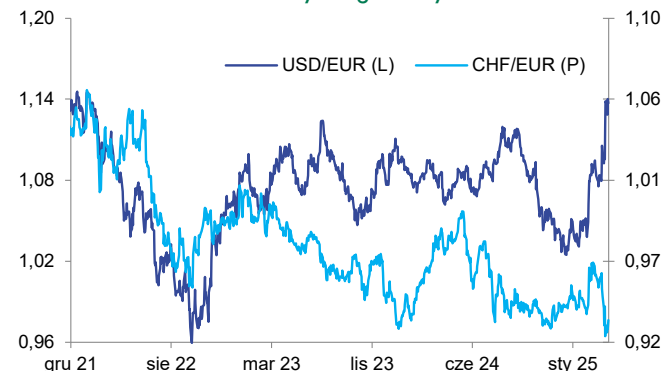
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



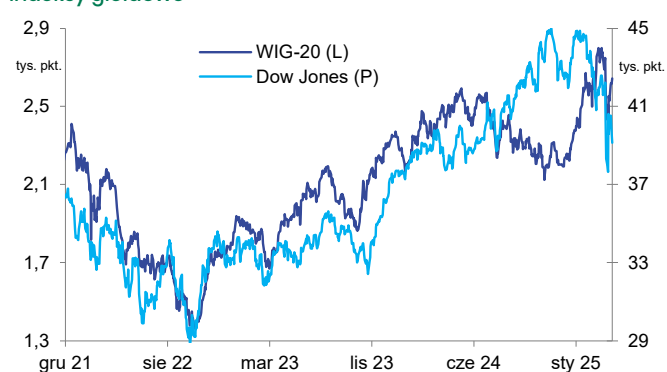
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



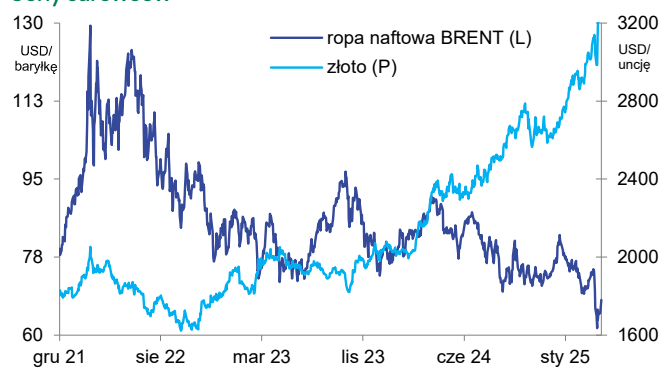
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



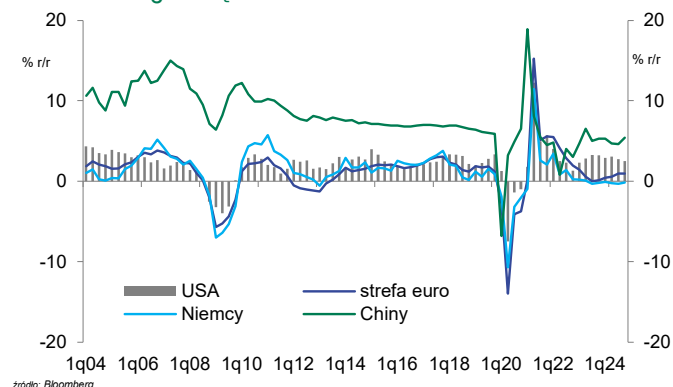
źródło: Bloomberg

2025-04-18

Klauzula poufności: BOŚ jawne

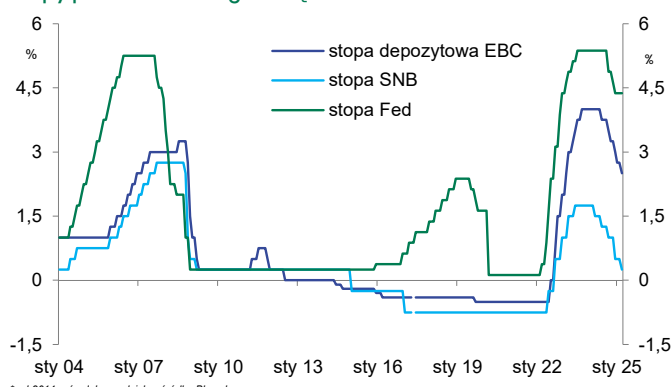
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



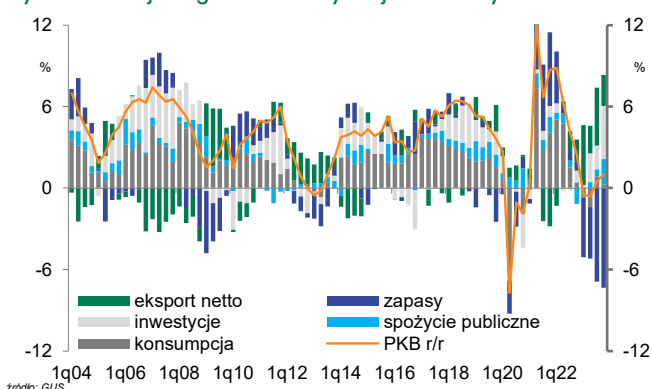
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



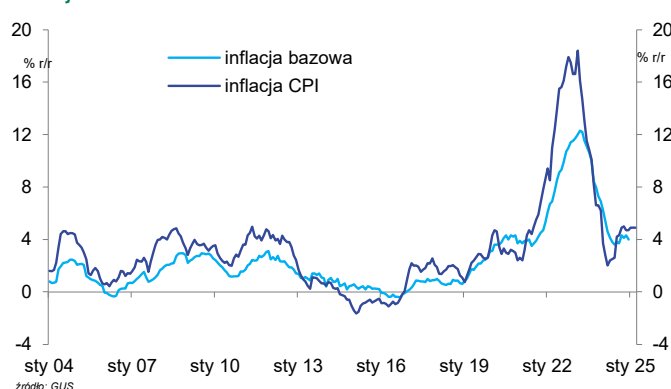
źródło: GUS

Rynek pracy



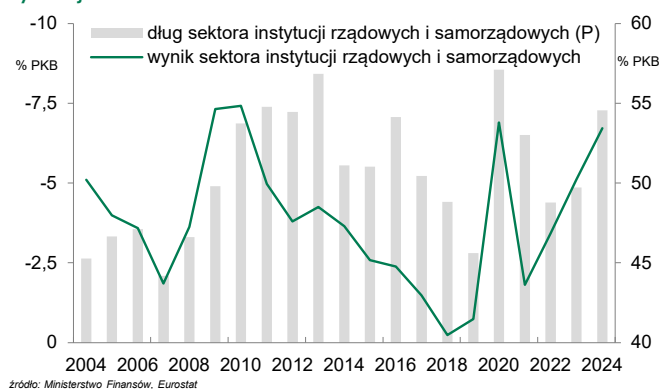
źródło: GUS

Inflacja



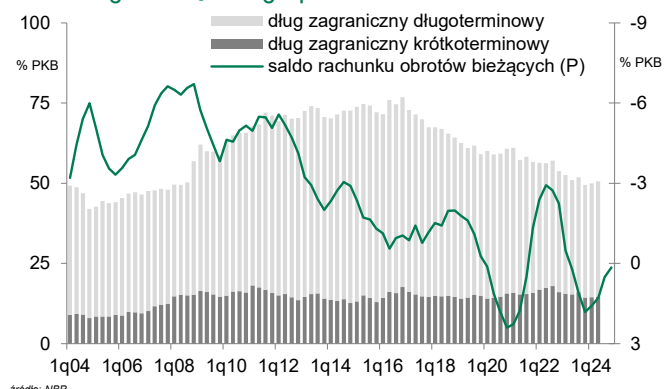
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2025	11.04.2025	17.04.2025	31.05.2025	30.06.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	5,75	5,75	5,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	4,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	4,75	4,75	4,25
WIBOR 3M	%	5,84	5,58	5,54	5,30	5,25	4,85
FRA 3x6	%	5,60	4,48	4,47	-	-	-
FRA 6x9	%	5,06	4,00	4,05	-	-	-
FRA 9x12	%	4,67	3,78	3,79	-	-	-
IRS 2L	%	4,92	4,10	4,12	-	-	-
IRS 5L	%	4,68	4,05	4,04	-	-	-
IRS 10L	%	4,89	4,41	4,41	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,00	4,38	4,31	4,60	4,60	4,55
Obligacje skarbowe 5L	%	5,33	4,74	4,65	4,95	4,95	4,90
Obligacje skarbowe 10L	%	5,71	5,23	5,19	5,40	5,40	5,35
PLN/EUR	PLN	4,18	4,30	4,29	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,86	3,76	3,77	3,94	3,96	4,02
PLN/CHF	PLN	4,39	4,62	4,61	4,57	4,57	4,56
USD/EUR	USD	1,08	1,14	1,14	1,09	1,09	1,07
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	2,50	2,25	2,25	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,21	4,49	4,33	4,00	3,95	3,85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,74	2,56	2,47	2,60	2,55	2,45

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.