

KOMENTARZ TYGODNIOWY

31 marca 2025

Polityka handlowa USA powraca na pierwszy plan. W tym tygodniu posiedzenie RPP oraz wystąpienia prezesów Fed i EBC.

- Miniony tydzień przyniósł ponowne pogorszenie nastrojów na globalnym rynku finansowym po ogłoszeniu przez prezydenta Trumpa dekretu o wprowadzeniu 25-procentowych ceł na import na samochody i części samochodowe ponad ich wartość produkowaną w USA. Tym samym, po tym jak wcześniej prezydent Trump wyrażał się nieco bardziej koncyliacyjnie nt. oczekiwanego 2 kwietnia raportu dot. przeglądu relacji handlowych USA z partnerami handlowymi, ostatecznie jeszcze przed tą datą USA ogłosiły nowe podwyższone cła.

- W efekcie w minionym tygodniu na rynkach akcji dominowały spadki, globalny indeks MSCI obniżył się o 1,5%, przy spadku w USA i strefie euro o 1,6%. Pomimo pogorszenia nastrojów w niewielkim stopniu zmieniły się rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, gdyż większe obawy dot. wzrostu gospodarczego równoważył niepokój dot. perspektyw inflacyjnych. W ograniczonym stopniu w minionym tygodniu zmienił się także kurs euro wobec dolara (oscylujący wokół 1,08 USD/EUR) przy lekkiej aprecjacji zarówno dolara jak i euro (po 0,2%) w relacji do koszyka walut. Wydaje się, że efekt rosnącego protekcjonizmu USA (dotychczas wspierający dolara) neutralizowały większe obawy dot. aktywności amerykańskiej gospodarki.

- Z punktu widzenia gospodarczego decyzja prezydenta Trumpa szczególnie bezpośrednio uderza w gospodarki Meksyku oraz UE (głównie w Niemcy), dla których eksport samochodów do USA jest istotny dla aktywności przemysłu. Z drugiej strony ma ona także pośredni istotny wpływ kraje Europy Środkowo-Wschodniej – w tym dla Polski – które są istotnymi poddostawcami przemysłu niemieckiego, w szczególności w branży motoryzacyjnej. Tym samym, choć wcześniejsze zmiany w polityce fiskalnej Niemiec będą wspierały aktywność gospodarczą w dłuższym horyzoncie, to tak jak wskazywaliśmy, w krótkim okresie rosną ryzyka dla gospodarki.

- Decyzja prezydenta będzie zapewne skutkować kolejną rewizją w dół krótkoterminowych prognoz dla większości gospodarek (w tym USA i Europy), niemniej wciąż dla tego scenariusza kluczowe będą wyniki wspomnianego już przeglądu polityki handlowej USA oraz ewentualne kolejne zmiany w polityce celnej także w innych branżach gospodarki.

- Choć biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia dot. ustalania stawek celnych przez administrację USA trudno zakładać, że ta decyzja okaże się ostateczna i trwała (wysokość stawek, kraje objęte nimi), to i tak wpisuje się ona w dotychczasowy efekt rosnącej niepewności co do przepływów w globalnym handlu, co wpływa na nastroje przedsiębiorstw i może wpływać na ich decyzje dot. inwestycji i zatrudnienia.

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

- Z drugiej strony opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne wpisują się w obraz większych krótkoterminowych perturbacji dla gospodarki USA, przy bardziej uspokajających sygnałach z Europy i Chin.
- Choć lutowa dynamika wydatków konsumentów w USA nie zaskoczyła mocno, to znacząca korekta w dół danych za styczeń implikuje ryzyko głębszego spowolnienia wydatków w I kw., zgodnie z częścią sygnałów płynących z danych dot. sprzedaży detalicznej. Wciąż na dużo słabszym poziomie utrzymują się wskaźniki nastrojów konsumentów. Tym samym obok dotychczasowego sygnału gwałtownego wzrostu importu w I kw. (obniżającego dynamikę PKB) dochodzi ryzyko głębszego spowolnienia konsumpcji prywatnej.
- Z drugiej strony, wskaźniki nastrojów przedsiębiorstw nie wspierają tego obrazu silniejszego spowolnienia aktywności. Wstępny odczyt marcowego wskaźnika PMI composite wzrósł do 53,5 pkt., przy co prawda spadku indeksu dla przemysłu poniżej 50 pkt., ale silniejszym odreagowaniu w górę indeksu dla usług. Tym samym wciąż to dopiero weryfikacja danych z rynku pracy w nadchodzących miesiącach da więcej informacji dot. ryzyka głębszego i trwalszego spowolnienia aktywności w USA. Kolejne informacje napłyną już w bieżącym tygodniu, najpierw z lutowej ankiety JOLTS dot. liczby wakatów, a pod koniec tygodnia z danych dot. zatrudnienia i bezrobocia. Być może także jakieś istotne informacje pojawią się w zaplanowanym na koniec tygodnia wystąpieniu prezesa Powella.
- Na stabilną aktywność z początkiem br. wskazują publikowane w weekend wskaźniki koniunktury w Chinach. Wydaje się zatem, że ewentualny wzrost popytu importerów z USA (wynikający z obaw przed wzrostem ceł) oraz dotychczasowa mniejsza od wcześniejszych obaw skala wzrostu ceł USA na import z Chin wspierają bieżącą koniunkturę.
- Wskaźniki koniunktury ze strefy euro (PMI) oraz Niemiec (Ifo) także uspokoiły, pomimo obaw dot. podwyżek ceł USA na import z UE. Być może w części na te wskaźniki pozytywnie wpływały plany fiskalne Niemiec. Przy wyraźnej zmianie danych dot. handlu zagranicznego USA cały czas należy jednak przypominać o zastrzeżeniu, że systematyczny wzrost indeksu koniunktury w europejskim przemyśle może w części wynikać z okresowego efektu wzrostu popytu w obawie przed eskalacją wojny handlowej. Z drugiej strony bardziej trwałym, pozytywnym sygnałem jest notowany na początku roku silniejszy wzrost kredytów dla przedsiębiorstw w strefie euro, które wskazują także na pojawiające się pierwsze pozytywne efekty złagodzenia polityki pieniężnej oraz globalnego efektu ograniczenia wcześniejszej redukcji zapasów.
- Zapowiedzi prezydenta Trumpa dot. ceł, czy też wcześniejsze informacje dot. zmiany polityki fiskalnej w Niemczech komplikują krótkoterminowe perspektywy polityki pieniężnej. Choć w naszej ocenie potencjalne zagrożenia dla aktywności przewyższają ryzyka inflacyjne (w szczególności poza USA), to w krótkim okresie banki centralne mogą preferować dłuższy okres analizy danych, co może opóźniać oczekiwane luzowanie polityki pieniężnej.
- Dla kwietniowej decyzji EBC zapewne bardziej istotne niż dotychczas będą bieżące dane inflacyjne, w tym wstępny odczyt marcowej inflacji. Choć z punktu widzenia prognoz gospodarczych jako istotniejsze uważamy ryzyka wynikające

z polityki handlowej USA niż luzowania fiskalnego w Niemczech, to jednak przy tak wysokiej niepewności ewentualną decyzję co do paury mogą wspierać stabilne bieżące dane. Poza samą publikacją danych dot. inflacji, więcej informacji w tym kontekście być może da wtorkowe wystąpienie prezes EBC.

- Pogorszenie nastrojów na rynku globalnym w niewielkim stopniu wpłynęło na krajowy rynek. Indeks WIG w minionym tygodniu wzrósł o 1,0%, a kurs złotego wzmocnił się w relacji do koszyka walut o 0,5%, ponownie obniżając się poniżej 4,20 PLN/EUR. Rentowności obligacji skarbowych minimalnie spadły o 3-4 pkt. baz. na całej długości krzywej, przy nieco głębszym spadku (8 pkt. baz.) 10-letnich stawek IRS.
- Seria wypowiedzi członków RPP z tygodnia minionego nie wniosła nowych informacji. Dominującym przekazem była ostrożność co do terminu rozpoczęcia oraz skali ewentualnych obniżek stóp. Wydaje się, że bardziej tagodny wydźwięk miała dopiero dzisiejsza publikacja *flash* marcowej inflacji CPI. Po raz kolejny wskaźnik ukształtował się poniżej poziomu 5,0% oraz poniżej oczekiwań. Co więcej, struktura danych wskazuje na prawdopodobny dalszy spadek inflacji bazowej w marcu. Dopiero jednak publikacja ostatecznych danych, wraz z szerszą strukturą pozwolą ocenić, na ile ten spadek wynikał z czynników okresowych, a na ile z obniżającej się presji cenowej w gospodarce.
- Nie sądzimy natomiast, aby publikacja tych danych istotnie wpłynęła na przekaz RPP i prezesa Głapińskiego w bieżącym tygodniu. Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe bez zmian, a prezes NBP podtrzyma ocenę, że w najbliższym czasie nie ma przestrzeni na obniżki stóp, gdyż inflacja pozostaje podwyższona, a niepewność dot. cen energii pod koniec roku utrzymuje się.
- Choć w kwestii sytuacji geopolitycznej w regionie (tj. wojny Rosja – Ukraina) pojawiała się w minionych dniach seria wypowiedzi prezydenta Trumpa, w tym dość negatywne wypowiedzi zarówno w kierunku Rosji jak i Ukrainy, to w dalszym ciągu trudno wskazywać na jakiegokolwiek konkretniejsze ramy czasowe oraz warunki geopolityczne potencjalnego zawieszenia broni.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (1-2 kwietnia)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 5,75%. Podczas konferencji prasowej po marcowym posiedzeniu RPP prezes NBP wskazał, że najwcześniej do obniżek stóp procentowych może dojść w II poł. roku. W naszej ocenie nic takiego nie wydarzyło się od posiedzenia marcowego 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 kwietniowego posiedzenia Rady. Natomiast interesujące będzie jak prezes NBP odniesie się do niższej od oczekiwań dynamiki płac w marcu i umiarkowanych tendencji inflacyjnych w marcu w świetle ostatniej publikacji *flash*.

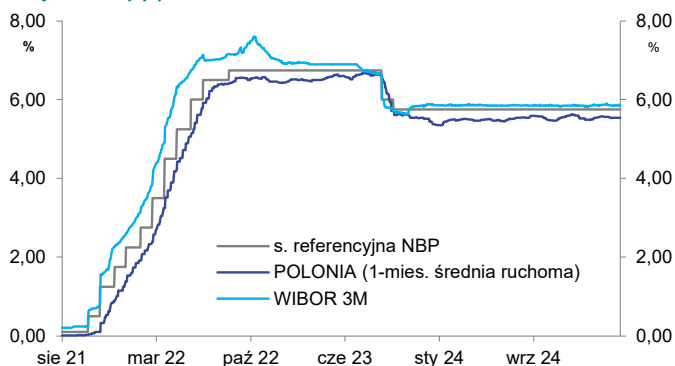
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 1 kwietnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł		mar	50,8 pkt.	51,2 pkt.	-
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł		mar	50,6 pkt.	-	51,2 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)		mar	2,3% r/r	2,2% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)		mar	2,6% r/r	2,6% r/r	-
14:30	EMU	Wystąpienie publiczne prezes ECB Ch. Lagarde na konferencji we Frankfurcie		kwi	-	-	-
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS		lut	7740 tys.	7 730 tys.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł		mar	50,3 pkt.	50,3 pkt.	-
środa 2 kwietnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych		kwi	5,75% (ref)	5,75% (ref)	5,75% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP		kwi	-	-	-
czwartek 3 kwietnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi		mar	51,4 pkt.	50,8 pkt.	-
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> z marcowego posiedzenia EBC		mar	-	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi		mar	53,5 pkt.	53,0 pkt.	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP		kwi	-	-	-
piątek 4 kwietnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle		lut	-7,0% m/m	4,3% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia		mar	151,0 tys.	128,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia		mar	4,1%	4,2%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia		mar	4,0% r/r	4,1% r/r	-
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP		mar	-	-	-
16:25	US	Wystąpienie publiczne prezesa Fed Ch. J. Powella na konferencji SABEW		kwi	-	-	-
poniedziałek 7 kwietnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa		lut	2,0% m/m	1,6% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna		lut	-0,3% m/m	0,1% m/m	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

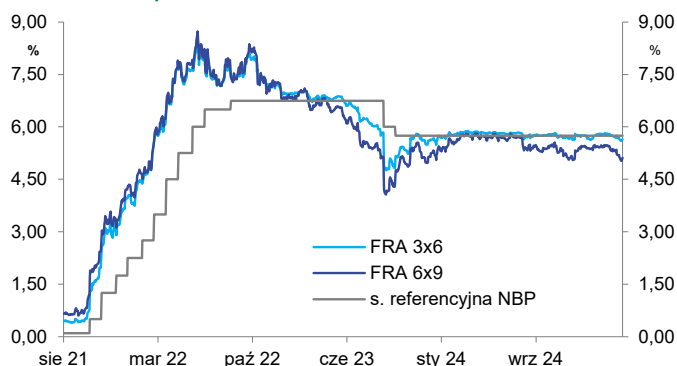
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



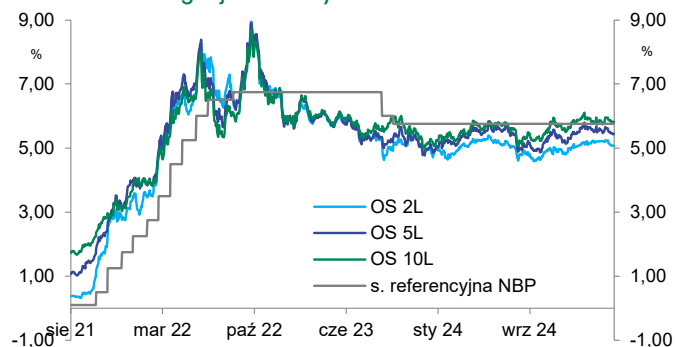
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



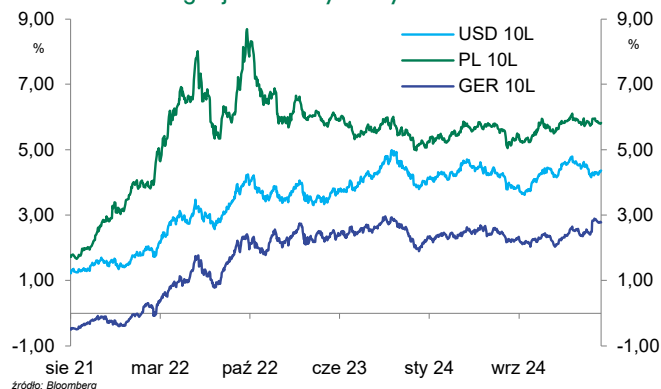
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



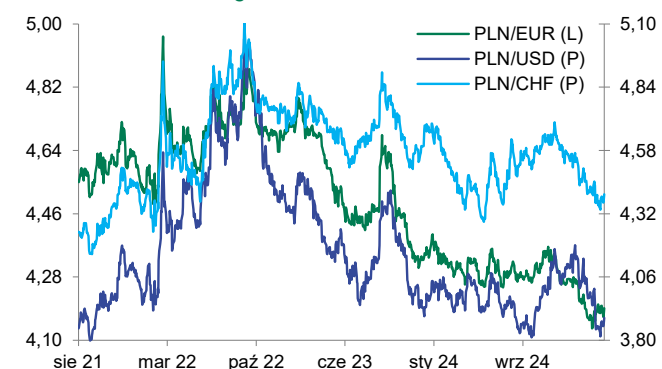
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



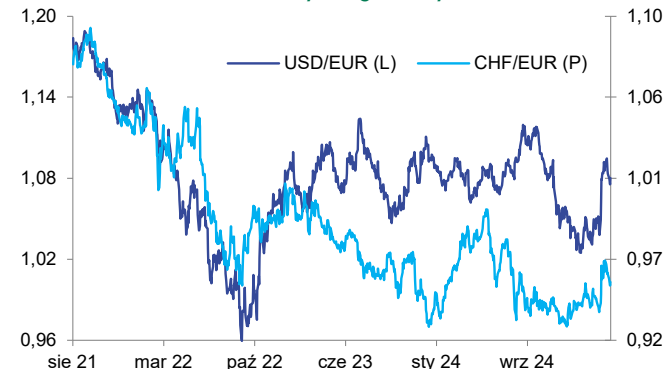
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



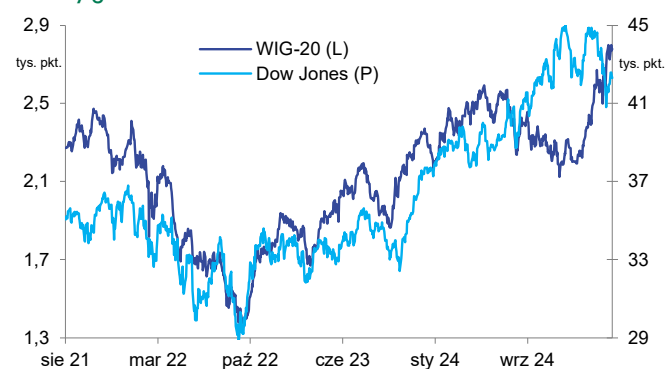
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



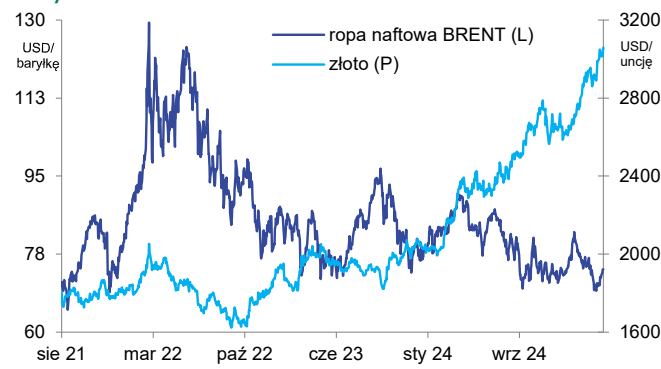
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



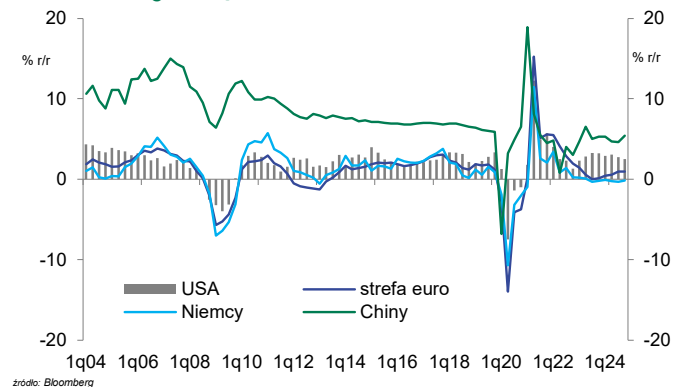
źródło: Bloomberg

2025-03-31

Klauzula poufności: BOŚ jawne

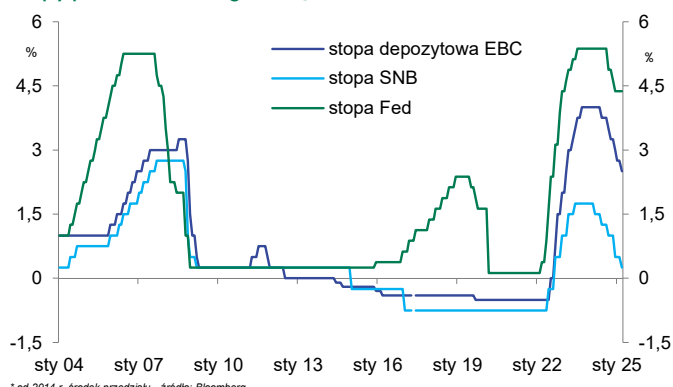
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



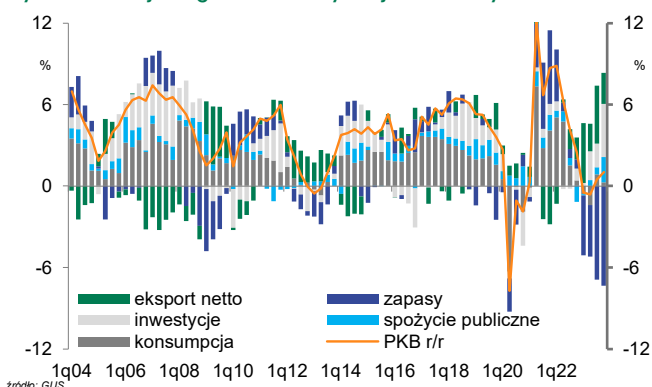
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



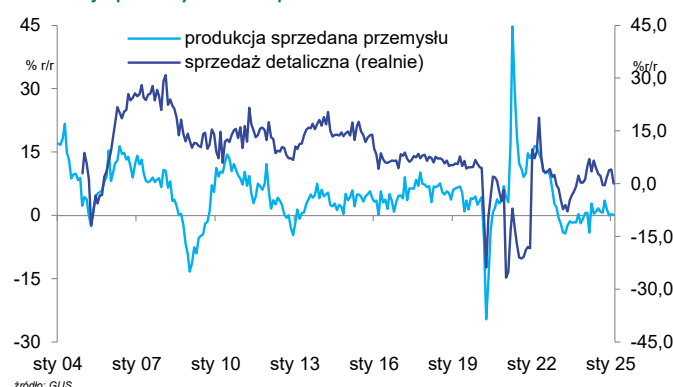
* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



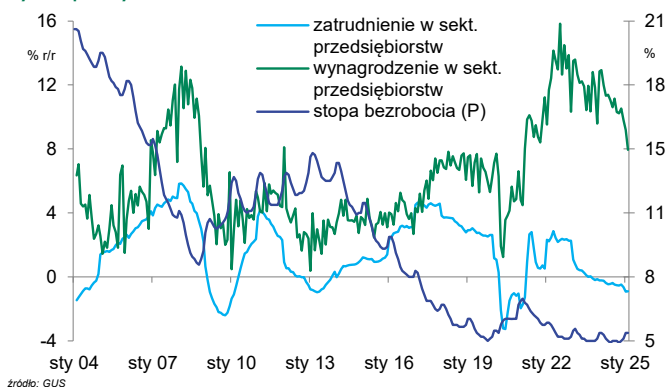
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



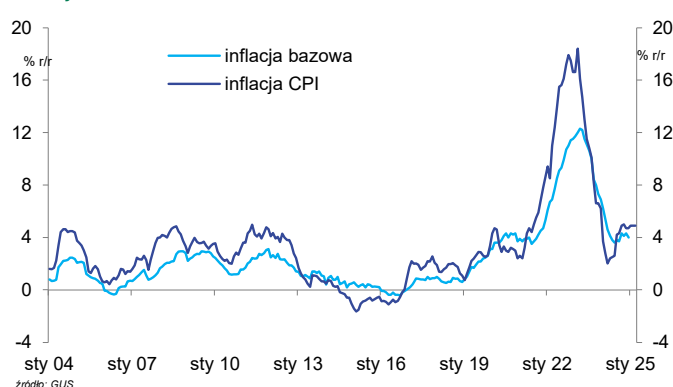
źródło: GUS

Rynek pracy



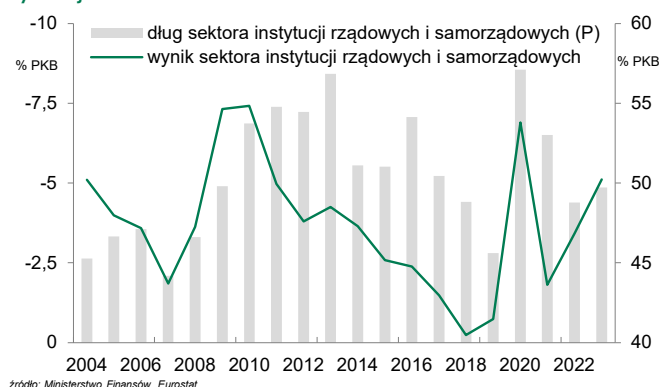
źródło: GUS

Inflacja



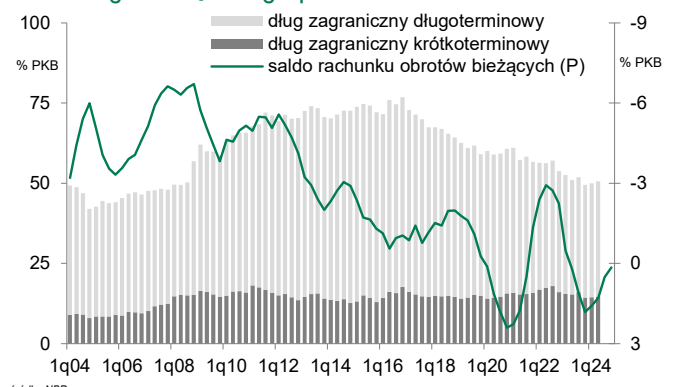
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2025	21.03.2025	28.03.2025	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	5,85	5,86	5,85	5,80	5,75
FRA 3x6	%	5,75	5,64	5,66	-	-	-
FRA 6x9	%	5,32	5,12	5,12	-	-	-
FRA 9x12	%	4,88	4,74	4,74	-	-	-
IRS 2L	%	5,09	5,02	4,98	-	-	-
IRS 5L	%	4,79	4,80	4,73	-	-	-
IRS 10L	%	4,94	5,03	4,95	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,22	5,08	5,04	5,05	5,00	4,95
Obligacje skarbowe 5L	%	5,47	5,45	5,42	5,45	5,40	5,35
Obligacje skarbowe 10L	%	5,74	5,81	5,77	5,80	5,75	5,75
PLN/EUR	PLN	4,16	4,20	4,18	4,20	4,20	4,20
PLN/USD	PLN	4,00	3,88	3,88	3,91	3,94	3,98
PLN/CHF	PLN	4,43	4,39	4,40	4,47	4,47	4,47
USD/EUR	USD	1,04	1,08	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	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,21	4,25	4,25	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,41	2,76	2,73	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.