

KOMENTARZ TYGODNIOWY

3 lutego 2025

USA podwyższyły cła na import z Chin, Meksyku i Kanady. Niższe stopy EBC, stabilne Fed. W tym tygodniu posiedzenie RPP.

- Na rynku globalnym większość ubiegłego tygodnia minęła względnie spokojnie pod dyktando zgodnych z oczekiwaniami decyzji Fed i EBC. Jednak początek bieżącego tygodnia przyniósł zdecydowanie zaostreżenie polityki handlowej USA i tym samym zakończenie dwutygodniowego okresu (w sumie zaskakującej) wstrzeźliwości USA w tym obszarze.

- 1 lutego prezydent Trump podpisał rozporządzenie nakładające cła na towary z Kanady, Meksyku i Chin. Rozporządzenie przewiduje nałożenie 25% ceł na towary z Kanady i Meksyku, z wyjątkiem produktów naftowych obłożonych niższym celem 10% oraz dodatkowych 10% ceł na towary z Chin. Nowe stawki wejdą w życie 4 lutego. Jako oficjalny powód nałożenia ceł podano napływ fentanylu do USA z Kanady i Meksyku oraz udział Chin w zaopatrywaniu karteli narkotykowych w komponenty potrzebne do jego wytwarzania. Według rozporządzenia, jeśli prezydent USA uzna, iż wymienione państwa podjęły wystarczające działania, by złagodzić kryzys, cła zostaną zdjęte. Kanada i Meksyk zapowiedziały wprowadzenie 25% ceł na import z USA, a Chiny zapowiedziały podjęcie działań odwetowych. Jednocześnie prezydent Trump podkreślił kilkakrotnie, że „zdecydowanie” nałoży cła na towary importowane z UE.

- Ostatnie działania administracji Trumpa generalnie wpisują się w zakładany przez nas bazowy scenariusz podwyższenia ceł w przypadku Chin i Meksyku (poszły dalej niż zakładaliśmy w przypadku Kanady). Wygląda na to, że prezydent Trump stosuje taktykę realizacji zapowiedzi, a następnie – po uzyskaniu oczekiwanego efektu – ewentualnego wycofania się z tych działań. Dlatego ostatni wzrost częstotliwości wypowiedzi prezydenta Trumpa nt. podniesienia ceł na produkty importowane z UE oznacza wzrost ryzyka scenariusza (przynajmniej okresowego) podwyższenia ceł na produkty importowane z UE.

- Wzrost ryzyka globalnej „wojny handlowej” poskutkowało z początkiem bieżącego tygodnia wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, ze spadkiem cen akcji na rynkach azjatyckich i europejskich i umocnieniem dolara. Przez większość minionego tygodnia (do czwartku) z wyjątkiem tąpnięcia notowań akcji poniedziałkowego (27.01) tąpnięcia notowań akcji NIVIDIA (kilka słów na ten temat dalej), na większości rynków dominował efekt względnej stabilizacji obserwowany przez wcześniejsze dwa tygodnie, który przyniósł okresowe osłabienie dolara, wzrosty indeksów akcji w Europie i na rynkach wschodzących. Na rynkach bazowych obligacji, spadek apetytu na akcje w USA po poniedziałkowym tąpnięciu akcji NIVIDIA i kontynuacja luzowania polityki monetarnej EBC, przyczyniły się do obniżenia rentowności papierów skarbowych w USA i w Niemczech (od 6 do 10 pkt. baz.). Pod koniec minionego tygodnia nasilenie spekulacji o możliwym zaostreżeniu polityki celnej USA przyniosło pierwsze oznaki globalnego ostudzenia apetytu na ryzyko m.in. z odwróceniem wcześniejszego kilkudniowego osłabienia dolara. Osobnym epizodem było wspomniane tąpnięcie w poniedziałek 27.01 notowań akcji spółek

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

technologicznych w USA w ślad za głębokim spadkiem notowań akcji NIVIDIA – producenta ultranowoczesnych półprzewodników z powodów stricte sektorowych (konkurencja z Chin bardziej efektywnych rozwiązań w zakresie rozwoju sztucznej inteligencji), które jednak nie rozlało się powszechnym globalnym wzrostem awersji do ryzyka.

- Miniony tydzień obfitował w wydarzenia – w tym posiedzenia Fed i EBC oraz publikacje danych makroekonomicznych. [FOMC zgodnie z oczekiwaniami utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie](#), w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 4,25% – 4,50%. Prezes Fed podczas konferencji prasowej po posiedzeniu kilkakrotnie powtórzył, że Fed „nie musi się spieszyć” z obniżkami stóp, co wskazuje na oddalanie się w krótkim okresie perspektywy kolejnej obniżki. W świetle ostatnich informacji nt. nowych ceł na import do USA Fed zapewne tym bardziej nie będzie się spieszył z obniżkami, by móc ocenić sytuację gospodarczą w kontekście ostatnich zmian.
- Rada EBC, także zgodnie z oczekiwaniami, [ponownie obniżyła stopy o 25 pkt. baz.](#), w tym stopę depozytową do 2,75%. Komunikat i wypowiedzi prezesa EBC nie wniosły wiele nowego do oceny przyszłej polityki monetarnej EBC. Nadal oczekujemy obniżenia stóp na trzech kolejnych posiedzeniach EBC do poziomu 2% stopy depozytywnej w połowie roku.
- Z opublikowanych w minionym tygodniu danych negatywnie zaskoczył wynik PKB Niemiec za IV kw. (–0,2% r/r) wskazujący na utrzymującą się dekoniunkturę w największej gospodarce europejskiej. Z drugiej strony dane z USA (PKB za IV kw., grudniowe wydatki konsumentów) świadczą o utrzymującym się solidnym wzroście aktywności w USA. Nie zaskoczyła grudniowa inflacja PCE w USA ze stabilizacją inflacji bazowej na poziomie 2,8% r/r.
- W Polsce najistotniejszym wydarzeniem minionego tygodnia była publikacja [wstępnego szacunku PKB](#) za cały 2024 r. Wzrost PKB o 2,9% implikuje wg naszych szacunków, że w IV kw. wzrost polskiej gospodarki przyspieszył do 3,2–3,5% r/r (powyżej oczekiwań) wobec słabszego III kw. ze wzrostem o 2,7% r/r. Z kolei raczej [stonowany optymizm](#) płynie z opublikowanego w minionym tygodniu Szybkiego Monitoringu NBP – oceny koniunktury przedsiębiorstw na przełomie 2024 i 2025 r.
- Publikacje danych z polskiej gospodarki nie wpłynęły na krajowy rynek finansowy, który pozostawał pod wpływem tendencji globalnych. W minionym tygodniu dominujące jeszcze dobre nastroje globalne wzmocniły złotego – okresowo do blisko 4,20 PLN/EUR – najsilniejszego poziomu wobec euro od kwietnia 2018 r., obniżyły się rentowności papierów skarbowych, (w tym 10-latek do 5,85%), o 1,8% na wartości zyskał WIG. Z początkiem tego tygodnia w ślad za globalnym wzrostem awersji do ryzyka polskie aktywa tracą na wartości.
- Weekendowe decyzje prezydenta Trumpa ws. ceł sprawiły, że z dwutygodniowym opóźnieniem wobec pierwotnych oczekiwań rynki znalazły się w stanie wysokiej zmienności podsycanej niepewnością co do dalszych działań administracji Trumpa. W najbliższych tygodniach bez wątpienia na pierwszym planie pozostanie polityka celna USA. Oczekiwane będą dalsze deklaracje / działania administracji USA, w szczególności wobec UE, choć wciąż w arsenale administracji Trumpa pozostają np. kolejne podwyżki ceł w przypadku importu z Chin (w kampanii wyborczej padł poziom docelowy 60-proc. ceł na import z Chin). Z drugiej strony nie można zapomnieć, że USA w

każdej chwili mogą się wycofać z nałożonych ostatnio ceł, jeśli prezydent Trump uzna, że osiągnął zamierzone cele (które są znane zapewne tylko jemu i wąskiej grupie jego doradców). Tym samym zapewne na globalnym rynku na dłużej zagości wysoka zmienność notowań z okresami wzrostu awersji do ryzyka, ale nie wykluczone, że też z okresami pozytywnego odreagowania nastrojów.

- W tych warunkach nieco na dalszy plan (może z wyjątkiem samego rynku amerykańskiego, który obecnie może częściej odbiegać od reszty rynków) schodzą publikacje danych zaplanowanych na ten tydzień, w tym dane z rynku pracy w USA.
- Także zaplanowane na ten tydzień posiedzenie RPP zapewne nie okaże się pierwszoplanowym wydarzeniem, gdyż RPP będzie czekała na marcowe posiedzenie i wnioski z projekcji NBP, aby podjąć bardziej ugruntowaną merytorycznie dyskusję o perspektywach polityki pieniężnej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (4–5 lutego)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie **5,75%**. Decyzja RPP nie jest obarczana niepewnością – prezes NBP i członkowie RPP wskazywali dotychczas, że ewentualna dyskusja nt. zmian stóp procentowych rozpocznie się najwcześniej w marcu. Po pewnym zaostrożeniu komunikatu Rady po styczniowym posiedzeniu, także w przypadku treści komunikatu trudno oczekiwać istotnych zmian.

Tradycyjnie w centrum uwagi będzie konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP. Biorąc pod uwagę zmienność wypowiedzi prezesa NBP jak zawsze należy być przygotowanym na ewentualny zwrot w narracji prezesa NBP (w grudniu i styczniu prezes Głapiński wyraźnie zaostrzył przekaz), jednak po tym jak w styczniu prezes i Rada włożyli w naszej ocenie sporo wysiłku by osłabić oczekiwania rynkowe na marcową obniżkę stóp procentowych, trudno oczekiwać, by ostatni konserwatywny przekaz prezesa NBP został złagodzony.

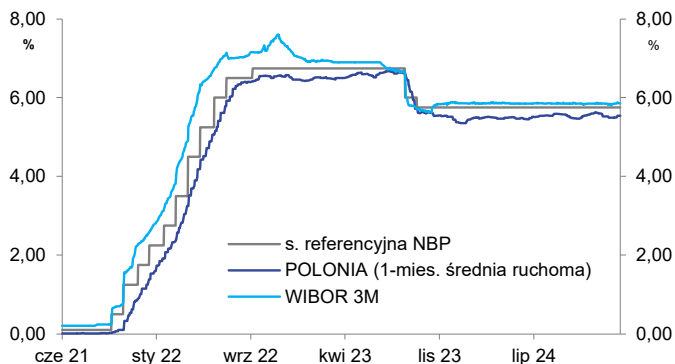
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 4 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	gru	8 098 tys.	7 730 tys.	-
środa 5 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	sty	52,2 pkt.	52,5 pkt.	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	lut	5,75% (ref)	5,75% (ref)	5,75% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	lut	-	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	sty	54,1 pkt.	54,3 pkt.	-
czwartek 6 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	gru	-5,4% m/m	1,7% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	gru	0,1% m/m	-0,1% m/m	-
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	gru	4,75%	4,50%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	lut	4,00%	4,00%	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	lut	-	-	-
piątek 7 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	gru	1,5% m/m	-0,7% m/m	-
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP	sty	-	-	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	sty	256,0 tys.	154,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	sty	4,1%	4,1%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	sty	3,9% r/r	4,0% r/r	-
niedziela 9 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI	sty	0,1% r/r	0,1% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

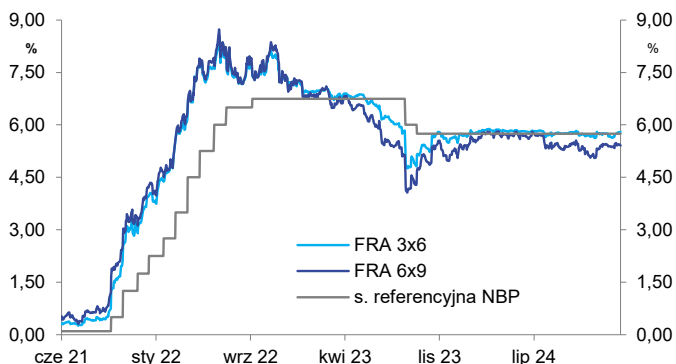
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



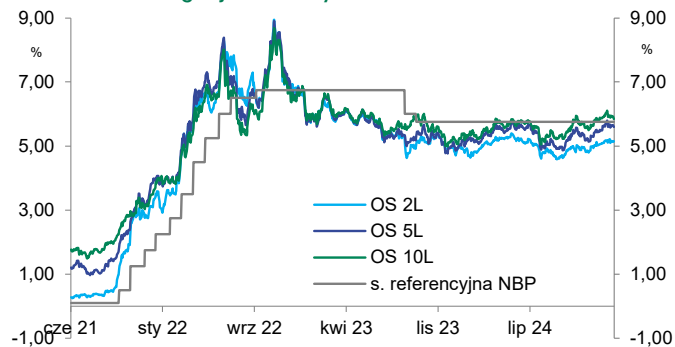
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



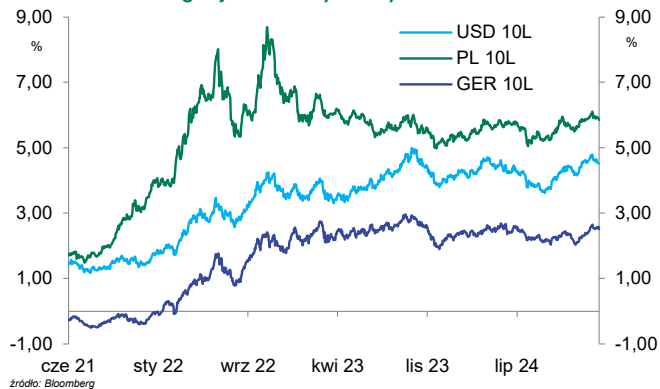
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



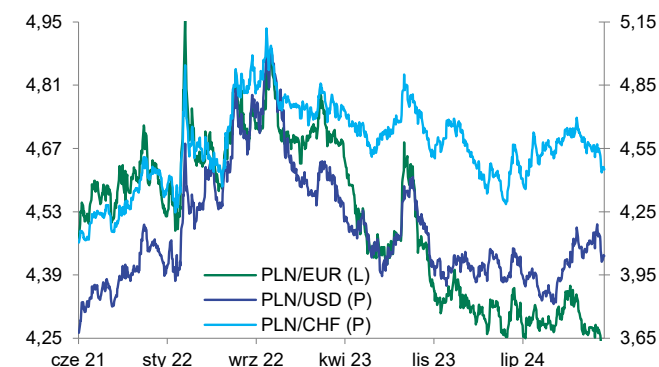
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



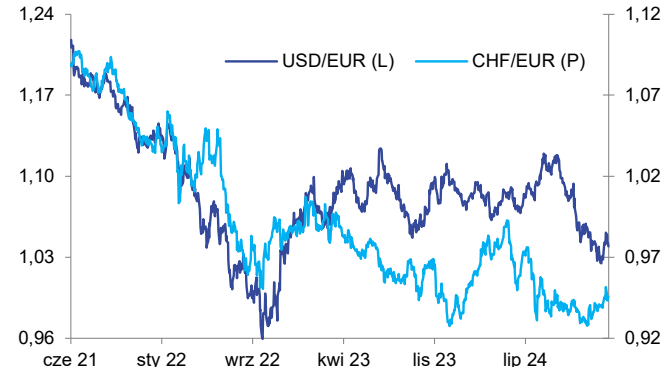
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



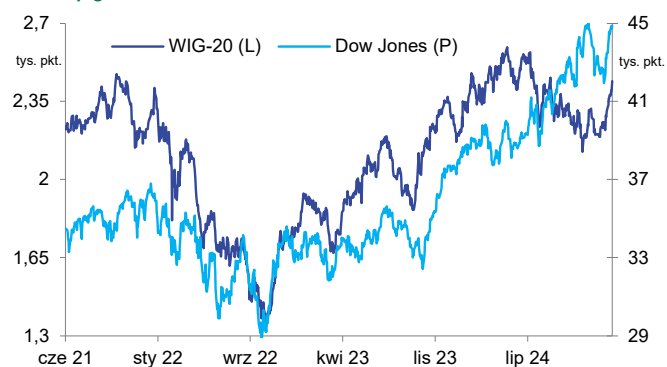
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



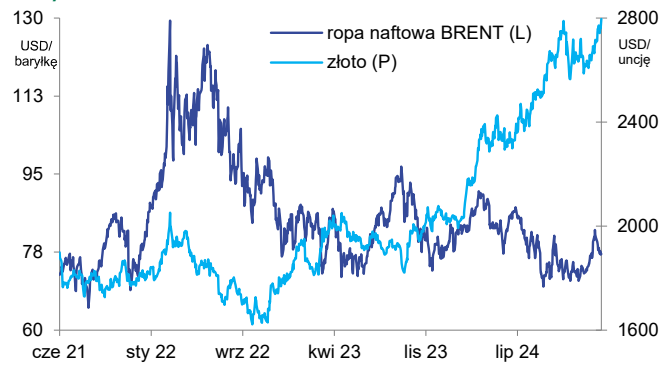
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



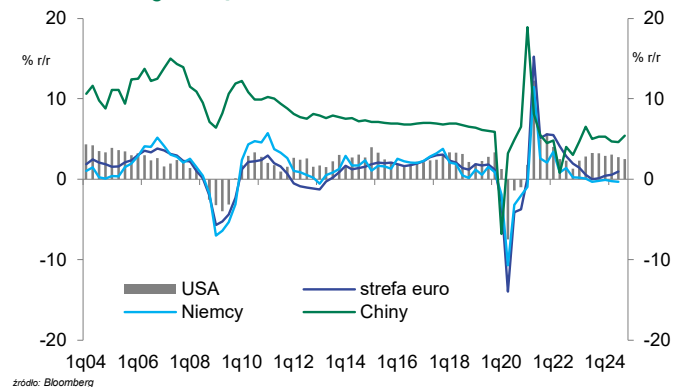
źródło: Bloomberg

2025-02-03

Klauzula poufności: BOŚ jawne

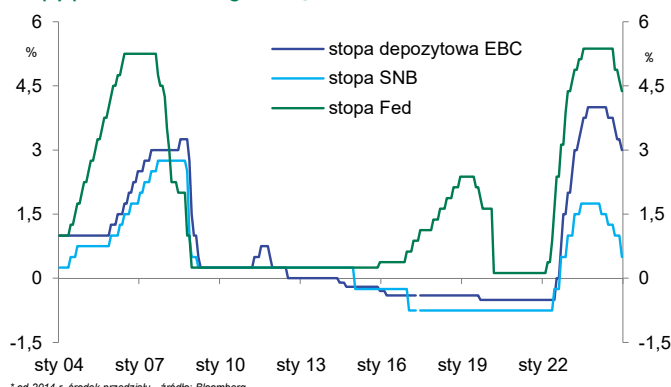
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



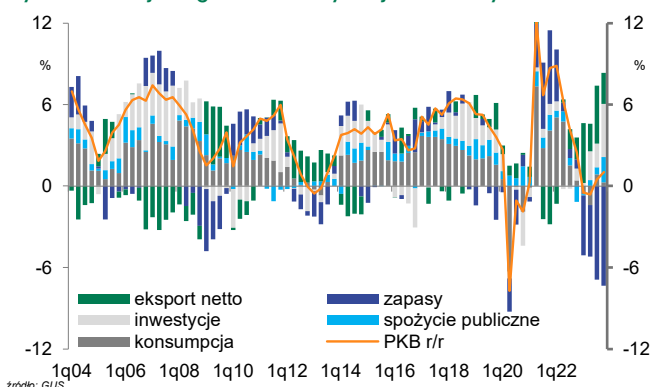
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



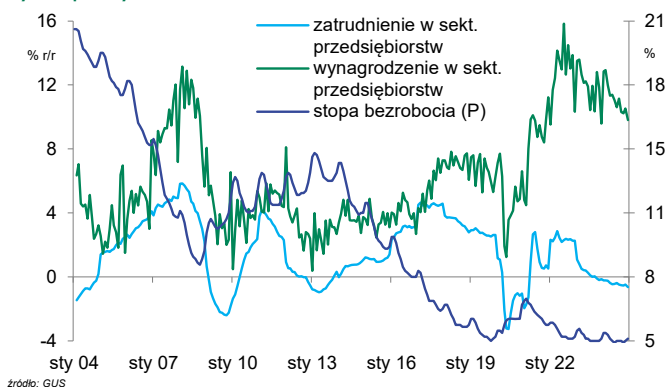
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



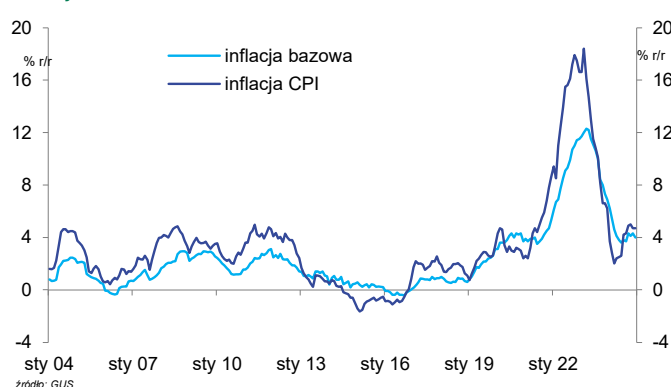
źródło: GUS

Rynek pracy



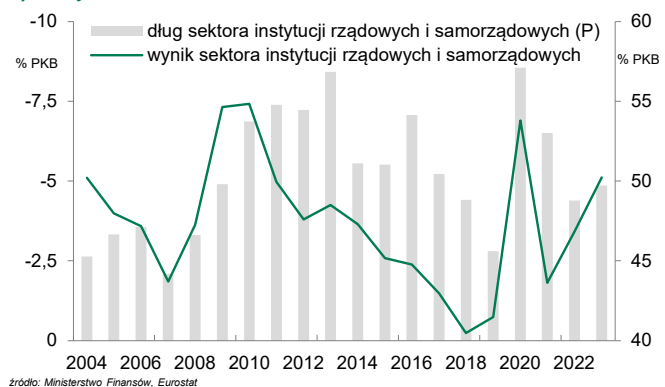
źródło: GUS

Inflacja



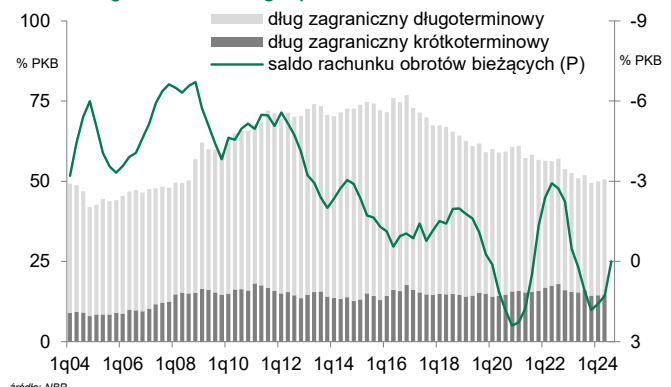
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2024	24.01.2025	31.01.2025	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	5,88	5,86	5,85	5,85	5,75
FRA 3x6	%	5,73	5,78	5,80	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,44	5,41	-	-	-
FRA 9x12	%	5,15	5,11	5,04	-	-	-
IRS 2L	%	5,26	5,24	5,19	-	-	-
IRS 5L	%	5,04	5,02	4,93	-	-	-
IRS 10L	%	5,20	5,20	5,10	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,08	5,16	5,17	5,00	4,95	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,48	5,64	5,56	5,55	5,50	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,87	5,94	5,82	5,80	5,75	5,50
PLN/EUR	PLN	4,27	4,21	4,21	4,24	4,27	4,32
PLN/USD	PLN	4,10	4,01	4,06	4,08	4,11	4,11
PLN/CHF	PLN	4,54	4,44	4,45	4,49	4,52	4,57
USD/EUR	USD	1,04	1,05	1,04	1,04	1,04	1,05
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	3,00	3,00	2,75	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	4,62	4,54	4,45	4,35	4,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,36	2,57	2,46	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.