

KOMENTARZ TYGODNIOWY

14 kwietnia 2025

D. Trump zawiesił wprowadzenie niektórych ceł. Na rynkach ulga, ale wciąż bardzo wysoka zmienność.

- Miniony tydzień przyniósł częściowe wycofanie się USA z zapowiedzianych 2 kwietnia działań w polityce celnej. Donald Trump ogłosił zawieszenie na 90 dni wprowadzenia „wzajemnych” ceł uzasadniając to czasem potrzebnym na wynegocjowanie korzystnych dla USA warunków handlu. Jednocześnie utrzymana została jednolita stawka 10% na import do USA wprowadzona 2.04. W reakcji na te działania UE zdecydowała na zawieszenie ceł odwetowych za wcześniejsze wprowadzenie przez USA 25-proc. ceł na samochody, stal i aluminium. Jednocześnie zawieszenie przez USA „wzajemnych” ceł nie objęło Chin i w relacjach między tymi krajami nastąpiła eskalacja – Chiny podniosły stawkę celną na import z USA do 125% w odpowiedzi na wcześniejsze podwyższenie ceł przez USA do poziomu 125%. Natomiast w ostatni piątek USA ogłosiły zawieszenie na 90 dni obowiązywania „wzajemnych” ceł na wybrane produkty elektroniczne (m.in. smartfony, laptopy, części do komputerów, czy panele do ekranów telewizyjnych). To obniżenie ceł dotyczy także importu z Chin (wg krążących w mediach szacunków dotyczy chińskiego importu wartego ok. 100 mld USD w skali roku). Te działania zostały odczytane jako swego rodzaju „opamiętanie” D. Trumpa, po bardzo agresywnych (i trudnych do zrozumienia także w świetle interesów USA) działaniach ogłoszonych 2 kwietnia.

- W tych warunkach w skali całego tygodnia nastąpiło pozytywne odreagowanie na rynkach finansowych po tąpnięciu we wcześniejszym tygodniu. Szczególnie widoczne było ono na rynkach akcji. Jednocześnie utrzymywała się wysoka zmienność notowań wobec utrzymującej się niepewności co do ostatecznego wpływu na gospodarkę i rynki dotychczasowej eskalacji napięć handlowych (głównie USA vs. Chiny), wciąż utrzymującego się ryzyka (wobec jedynie okresowego zawieszenia ceł), jak i trudnych do przewidzenia kolejnych decyzji D. Trumpa.

- Ostatecznie w skali całego tygodnia większość rynków akcji odrobiła część silnego spadku z pierwszego tygodnia kwietnia. Globalny indeks akcji MSCI wzrósł o 3,7% po tąpnięciu o blisko 9% we wcześniejszym tygodniu, w USA wzrost MSCI wyniósł niemal 6% (vs. ponad 9% spadku tydzień wcześniej). Pozostałe regionalne indeksy pozostały na minusie, w tym MSCI EMU (-1,5) i MSCI dla rynków wschodzących (-3,9%). W pierwszym przypadku prawdopodobnie odegrał efekt piątkowego zamknięcia europejskich giełd przed silnym piątkowym odbiciem w USA, z kolei indeksowi rynków wschodzących ciążył dalszy silny spadek indeksów azjatyckich przy odbiciu w górę indeksów dla wschodzących rynków europejskich i południowoamerykańskich.

- Na rynku stopy procentowej w minionym tygodniu skokowo wzrosły rentowności papierów amerykańskich, przy stabilizacji na niskim poziomie 10-letnich papierów niemieckich (poniżej 2,60%). W skali tygodnia rentowności 10-letnich papierów USA wzrosły o 50 pkt. baz. do blisko 4,50%. Skala tego wzrostu przekroczyła skalę wcześniejszego spadku rentowności (35 pkt. baz.) i na koniec tygodnia poziom rentowności obligacji amerykańskich ukształtował się

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

na poziomach z początku lutego br. Sam wzrost rentowności papierów był spójny z ograniczeniem obaw przed recesją w USA i w konsekwencji spadkiem oczekiwań co do skali obniżek stóp Fed do końca bieżącego roku (tącznie ok. 75 pkt. baz. vs. 100 pkt. baz. przed tygodniem), co wsparł też konserwatywny wydźwięk *minutes* z marcowego posiedzenia Fed. W tych warunkach bez większej reakcji rynkowej minęła publikacja wyraźnie niższej od oczekiwań marcowej inflacji CPI w USA.

- To, że wzrost rentowności rozpoczął się już przed cofnięciem przez D. Trampa decyzji o „wzajemnych” cłach oraz, że dotychczasowy wzrost rentowności przewyższył skalę wcześniejszego spadku może wskazywać (poza oddziaływaniem wspomnianych bieżących czynników) na pewne zachwianie wiary rynków w status obligacji amerykańskich jako wyznacznika globalnej stopy wolnej od ryzyka.
- Na taką interpretację wskazywałaby także dalsze osłabianie dolara, który w minionym tygodniu stracił na wartości w relacji do koszyka walut 1,4%. Przy jednoczesnym umocnieniu euro o 2,1% kurs euro wobec dolara wzrósł do blisko 1,14 USD/EUR – poziomu ostatnio notowanego na początku 2022 r.
- Wzrost apetytu na ryzyko na globalnych rynkach sprzyjał pozytywnemu odreagowaniu nastrojów na krajowym rynku finansowym. WIG w skali tygodnia wzrósł o ponad 2% (po spadku o 9% tydzień wcześniej). Kurs złotego zyskał na wartości 0,5% wobec koszyka walut (po spadku o 1,3% tydzień wcześniej), choć umocnienie to było głównie pochodną silnego osłabienia dolara. Na koniec tygodnia złoty ukształtował się w okolicach 3,76 USD/PLN (poziomu ostatnio notowanego w połowie 2021 r.) przy słabych poziomach wobec euro 4,30 PLN/EUR i franka szwajcarskiego (powyżej 4,60 PLN/CHF).
- Równolegle lekko obniżyły się rentowności złotych papierów skarbowych (o parę pkt. baz. poniżej 5,25% dla 10-latek). Sprzyjał temu zarówno spadek globalnej awersji do ryzyka, jak i dalsze wzmocnienie oczekiwań na obniżki stóp NBP widoczne w kontynuacji spadku stawek FRA i IRS. Scenariusz bliskiego poluzowania polityki RPP wspierał szereg wypowiedzi członków RPP, z których większość skłaniała się do poparcia obniżki stóp w maju (przy mniej jednoznacznym przekazie co do skali obniżki), choć pojawiły się też bardziej wstrzemięźliwe wypowiedzi (I. Dąbrowski), czy zdecydowanie konserwatywne (J. Tyrowicz). Generalnie wypowiedzi członków RPP wsparły nasz bazowy scenariusz, że w maju RPP zdecyduje o poluzowaniu polityki monetarnej, choć skala obniżki nie jest jeszcze rozstrzygnięta i mieści się w przedziale 25-50 pkt. baz. (nasz bazowy scenariusz to 50 pkt. baz.).
- Ubiegłotygodniowe zawieszenie przez USA obowiązywania niektórych ceł oraz czasowe wycofanie się UE z ceł odwetowych wobec USA dają nadzieję, że docelowo gospodarka globalna uniknie pełnoskalowej wojny handlowej z recesyjnymi skutkami. Natomiast najbliższe tygodnie pozostaną pod wpływem wysokiej niepewności co do ostatecznych skutków gospodarczych i rynkowych polityki handlowej USA. Wciąż bowiem trwa wojna handlowa między USA a Chinami (z wyjątkiem wspomnianych wyrobów elektronicznych wyłączonej z „wzajemnych ceł”), „wzajemne” cła wobec reszty świata zostały zawieszone jedynie na 90 dni (negocjacje handlowe z USA zapewne nie będą łatwe) oraz spodziewane są w najbliższym czasie zmiany ceł na wyroby z poszczególnych branż (wskazywane są np. półprzewodniki). Dlatego najbliższe tygodnie

przyniosą zapewne utrzymanie podwyższonej zmienności na rynkach finansowych, choć przy możliwym dalszym stopniowym odrabianiu strat bardziej ryzykownych aktywów (akcje, kursy walut wschodzących) po tąpnięciu z początku kwietnia.

- Oprócz wątków handlowych w bieżącym przedświątecznym tygodniu dla rynków europejskich pierwszoplanowym wydarzeniem będzie czwartkowe posiedzenie rady EBC. Inaczej niż miało to miejsce w miesiącach minionych, decyzja kwietniowa nie została „zapowiedziana” przez EBC i jest obarczona większą niepewnością. Oczekujemy, że rada obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę depozytową do 2,50%. Szersze uzasadnienie zawarliśmy w zapowiedzi do posiedzenia EBC natomiast generalnie oceniamy, że za poluzowaniem polityki monetarnej przeważy wzrost ryzyka dla aktywności gospodarczej EMU w obliczu niepewności związanej z polityką handlową USA oraz spadek ryzyk inflacyjnych m.in. dzięki umocnieniu kursu euro i spadkowi cen ropy.
- Z pozostałych informacji oczekiwane będą dane nt. marcowej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłu w USA. Z kolei w Polsce oczekiwany będzie ostateczny wynik marcowej inflacji CPI wraz z inflacją bazową – tu najciekawsze będą przyczyny szacowanego dalszego spadku inflacji bazowej w marcu.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (17 kwietnia)**

Oczekujemy, że rada EBC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę depozytową do 2,50%. Inaczej niż miało to miejsce w miesiącach minionych, decyzja kwietniowa nie została „zapowiedziana” przez EBC i jest obarczona większą niepewnością.

W marcowym komunikacie i podczas konferencji prasowej prezes EBC Ch. Lagarde wyraźnie podkreśliła niepewność dot. decyzji rady w kwietniu, na wątpliwości wielu członków rady wskazuje także publikacja zapisów dyskusji podczas marcowego posiedzenia.

W prognozie kolejnej obniżki stóp zakładamy, że ta większa wstrzeźliwość członków rady wynikała z ogłoszenia planu luzowania polityki pieniężnej w Niemczech i strefie euro w zakresie wydatków zbrojeniowych oraz publikacji bieżących lepszych danych ze sfery realnej (gł. poprawa wskaźnika koniunktury PMI). Podczas posiedzenia członkowie rady nie mieli natomiast wiedzy co do skali potencjalnego ryzyka i wzrostu niepewności z tytułu polityki handlowej USA, która silniej wpłynęła na sytuację rynkową dopiero w kwietniu.

Zakładamy zatem, że w związku z bardziej odległym potencjalnym wpływem na gospodarkę strefy euro zmian w polityce fiskalnej a mającym większy wpływ w krótkim okresie ryzykiem ze strony sytuacji w globalnym handlu ostatecznie rada zdecyduje się na kontynuację obniżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę dotychczasowe informacje, bilans ryzyka dla prognoz z tytułu polityki handlowej USA jest negatywny dla prognoz sytuacji gospodarczej a neutralny dla inflacji (brak znaczących działań odwetowych ze strony UE). Ponadto prognozy inflacji obniża notowane silne obniżenie cen ropy naftowej oraz aprecjacja kursu euro od początku kwietnia.

Przy bardzo wysokiej niepewności dot. średnio- i długookresowych trendów gospodarczych w strefie euro argumentem za kontynuacją obniżek stóp (w ocenie bilansu ryzyka samej decyzji rady) przemawiają także publikacje danych z ostatnich tygodni, w tym przede wszystkim silniejszy spadek inflacji bazowej w marcu oraz dynamiki negocjowanych podwyżek płac (dane EBC) w I kw.

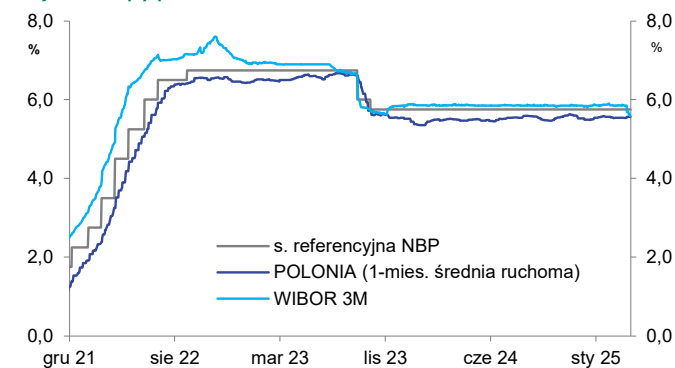
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 15 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	mar	4,9% r/r (wst.)	-	4,9% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	lut	0,8% m/m	-0,4% m/m	-
środa 16 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Wzrost PKB	I kw.	5,4%r/r	5,2%r/r	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	mar	5,9% r/r	5,6% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	mar	4,0% r/r	4,2% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-mar	4,1% r/r	4,2% r/r	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	mar	3,6% r/r	-	3,5% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	mar	0,2% m/m	1,3% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	mar	0,7% m/m	-0,3% m/m	-
czwartek 17 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / st. oper. refin.)	kwi	2,50% / 2,65%	2,25% / 2,40%	2,25% / 2,40%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC	kwi	-	-	-
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

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

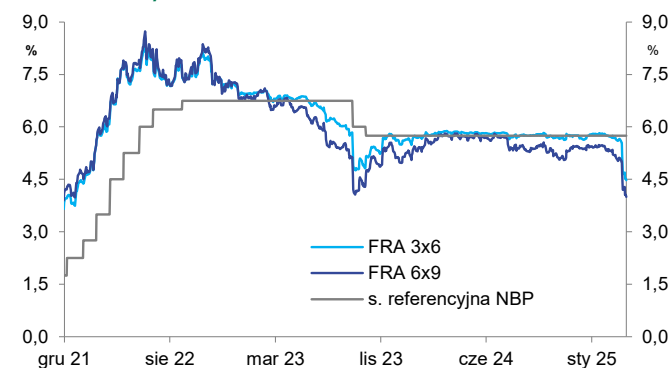
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



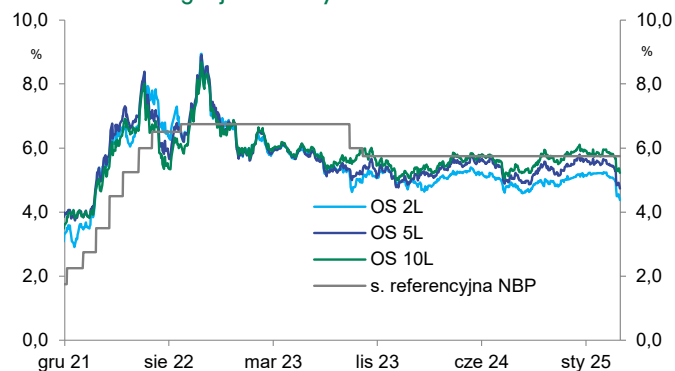
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



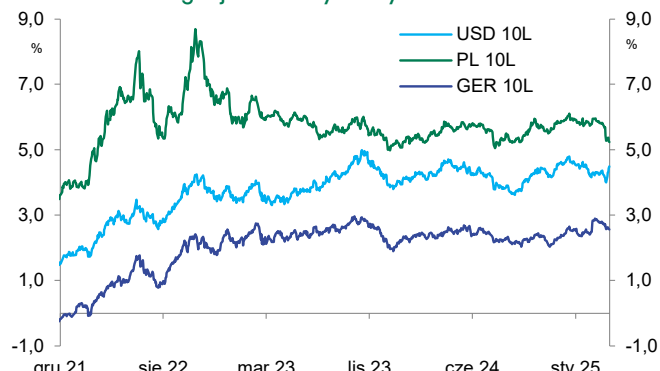
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



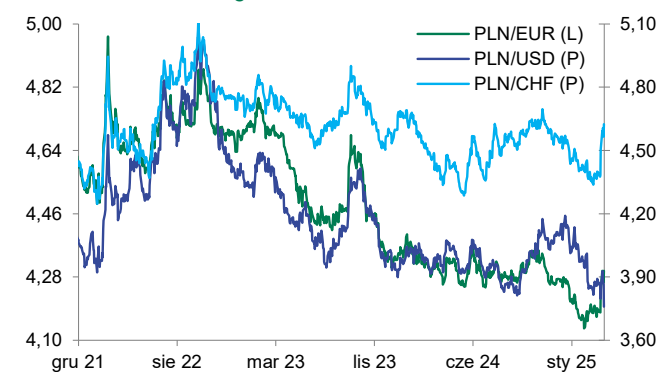
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



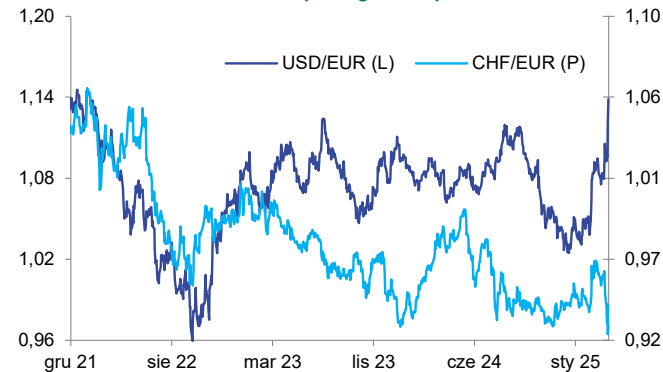
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



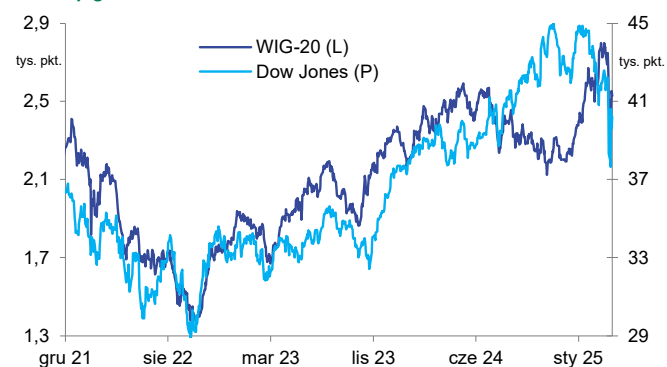
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



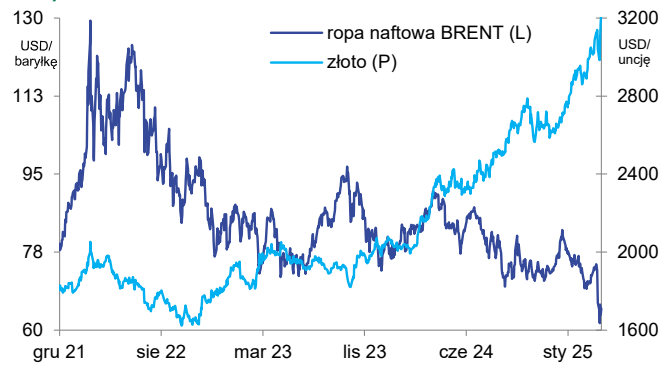
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



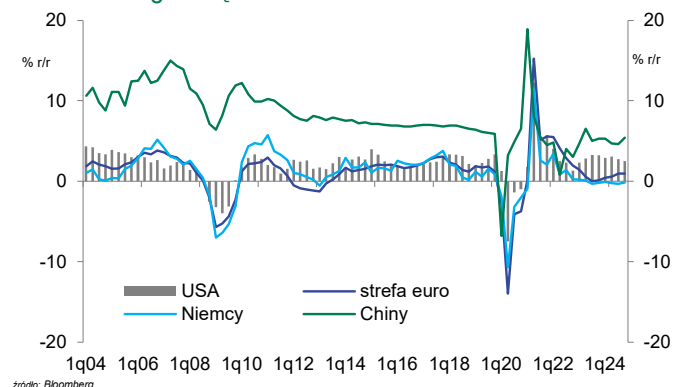
źródło: Bloomberg

2025-04-14

Klauzula poufności: BOŚ jawne

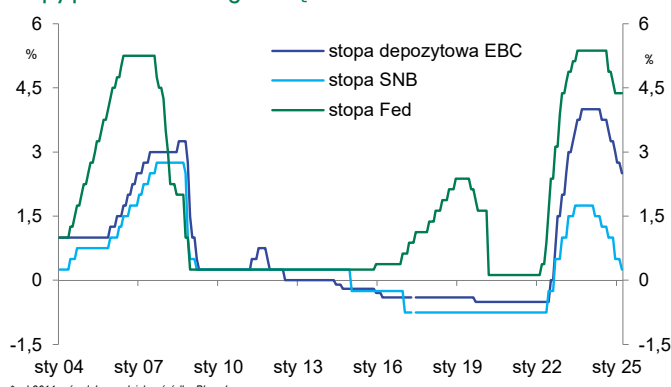
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



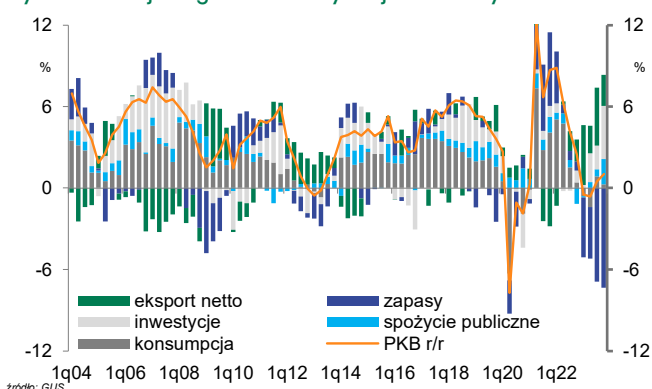
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



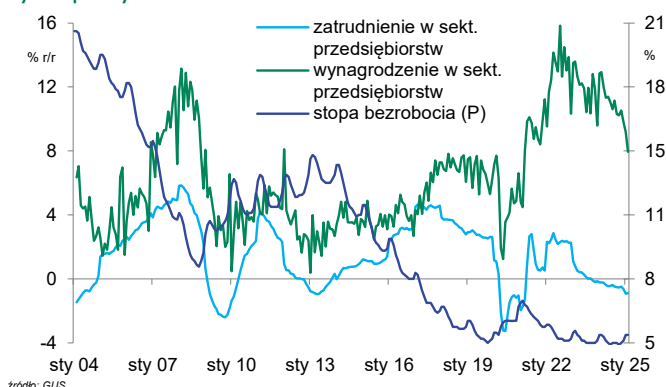
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



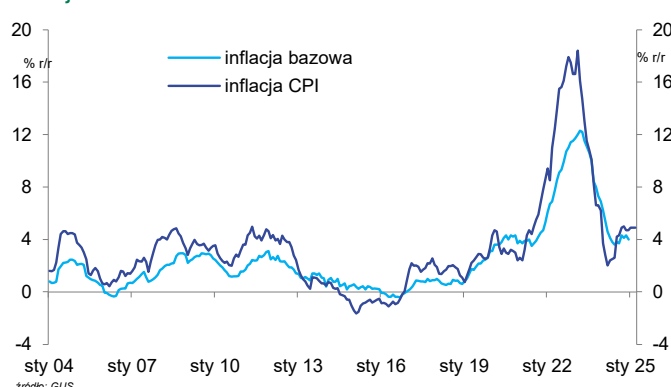
źródło: GUS

Rynek pracy



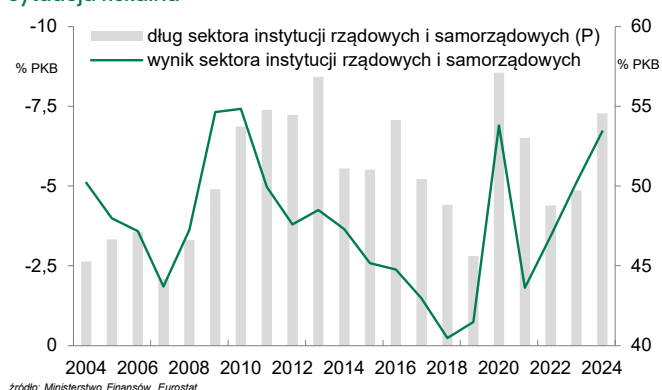
źródło: GUS

Inflacja



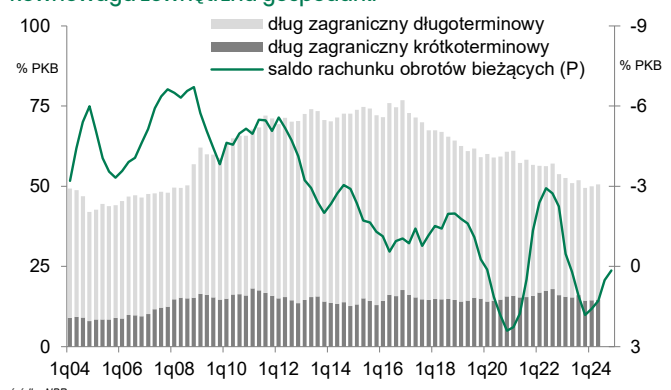
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2025	04.04.2025	11.04.2025	30.04.2025	31.05.2025	30.06.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	5,75	5,75
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,75
WIBOR 3M	%	5,84	5,69	5,58	5,50	5,30	5,25
FRA 3x6	%	5,60	4,67	4,48	-	-	-
FRA 6x9	%	5,06	4,20	4,00	-	-	-
FRA 9x12	%	4,67	3,93	3,78	-	-	-
IRS 2L	%	4,92	4,29	4,10	-	-	-
IRS 5L	%	4,68	4,16	4,05	-	-	-
IRS 10L	%	4,89	4,46	4,41	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,00	4,50	4,38	4,60	4,60	4,60
Obligacje skarbowe 5L	%	5,33	4,83	4,74	4,95	4,95	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,71	5,27	5,23	5,40	5,40	5,40
PLN/EUR	PLN	4,18	4,24	4,30	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,86	3,86	3,76	3,91	3,94	3,96
PLN/CHF	PLN	4,39	4,51	4,62	4,57	4,57	4,57
USD/EUR	USD	1,08	1,10	1,14	1,10	1,09	1,09
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	2,50	2,50	2,25	2,25	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,21	3,99	4,49	4,00	4,00	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,74	2,57	2,56	2,60	2,60	2,55

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.

