

KOMENTARZ TYGODNIOWY

17 lutego 2025

USA przystępują do przeglądu wzajemnych ceł. Geopolityka na konferencji w Monachium.

- Miniony tydzień przyniósł kolejne deklaracje prezydenta Trumpa odnośnie do planów w polityce celnej USA. Po ogłoszeniu z początkiem tygodnia planów podniesienia o 25% cła na importowane do USA stal i aluminium (które ostatecznie mają obowiązywać od 4 marca), w ostatni czwartek prezydent Trump podpisał rozporządzenie ws. planu wyrównania nieuczciwych w ocenie USA praktyk innych państw w relacjach handlowych z USA (wyższe cła oraz inne bariery, np. podatek od usług cyfrowych, czy podatek VAT) w postaci wprowadzenia wzajemnych ceł. Wyniki przeglądu mają być gotowe 1 kwietnia.

- Ponadto miniony tydzień przyniósł istotne informacje z obszaru geopolityki w Europie. Prezydent Trump odbył rozmowę telefoniczną z przywódcą Rosji Władimirem Putinem, podczas której pojawił się temat zakończenia wojny w Ukrainie. Po tej rozmowie prezydent Trump wskazał na wolę Rosji zakończenia konfliktu. Według weekendowych informacji administracja prezydencka poinformowała UE, że chce osiągnąć zawieszenie broni do 20 kwietnia. Z drugiej strony sekretarz stanu USA Marco Rubio w niedzielnym wywiadzie dla CBS stwierdził, że dotychczas żadne spotkanie ze stroną rosyjską nie zostało ustalone, a proces rozmów jeszcze się nie zaczął. Jednocześnie przy okazji Monachijskiej Konferencji Bezpieczeństwa padło szereg deklaracji przedstawicieli administracji USA – od ideowych – nt. zasad i wartości, którymi kierują się USA i Europa, do stricte geopolitycznych – np. że przedstawiciele Europy nie będą bezpośrednio uczestniczyli w negocjacjach w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie. To wzbudziło obawy w państwach europejskich co do przyszłości relacji USA – Europa, w tym co do zaangażowania USA w gwarantowanie bezpieczeństwa w Europie.

- Ubiegłotygodniowe informacje nt. planów USA w zakresie polityki handlowej miały ograniczony wpływ na globalną sytuację rynkową. Pomimo szeregu deklaracji, póki co dotychczas weszły jedynie w życie dodatkowe 10-proc. cła wobec Chin, natomiast pozostałe działania zostały odroczone w czasie i ich zakres pozostaje ograniczony (cła na stal i aluminium). Zatem póki co temat handlu zagranicznego zszedł nieco na dalszy plan dla sytuacji na rynkach finansowych, co samo w sobie mogło być czynnikiem pozytywnym dla rynków.

- Z kolei w przypadku informacji geopolitycznych, rynki skupiły się na wątku krótkoterminowych – tj. przybliżeniu się perspektywy zakończenia konfliktu w Ukrainie – co wsparło apetyt na bardziej ryzykowne aktywa, w szczególności w Europie.

- W rezultacie w minionym tygodniu wyraźny wzrost indeksów na giełdach europejskich (+3% dla indeksu MSCI EMU) był głównym czynnikiem wspierającym solidny wzrost światowego indeksu MSCI (+1,4%). Na pozostałych rynkach także notowany był solidny wzrost – w USA (+1,2%), m.in. dzięki publikacji solidnych wyników spółek oraz na rynkach wschodzących (+1,2%), przy skokowym wzroście notowań akcji w Chinach (o ponad 7%).

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

- Miniony tydzień przyniósł korektę dotychczasowej aprecjacji dolara, który w skali tygodnia osłabił się o 0,8% na co wpłynęła kombinacja wzrostu apetytu na ryzyko i oddalenie się perspektywy wdrożenia kolejnych działań protekcyjnych przez USA.
- Na rynkach bazowych SPW czynnikiem, który wpłynął w trakcie tygodnia na notowania obligacji była publikacja w ubiegłą środę wyższej od oczekiwań styczniowej inflacji w USA. Wskaźnik CPI wzrósł do 3,0% r/r, wobec oczekiwań jego stabilizacji na grudniowym poziomie 2,9%. Także wskaźnik bazowy, po wykluczeniu żywności i energii, wzrósł do 3,3% r/r, powyżej prognoz stabilizacji na grudniowym poziomie 3,2%. Publikacja inflacji spowodowała w połowie tygodnia wzrost rentowności obligacji, w szczególności w USA, jednak ten wzrost nie utrzymał się do końca tygodnia, do czego mogły się przyczynić słabsze od oczekiwań styczniowe wyniki sprzedaży detalicznej i produkcji w USA. W efekcie przy sporej zmienności w trakcie tygodnia rentowności 10-letnich obligacji w USA *de facto* nie zmieniły się w skali tygodnia (4,48% na koniec tygodnia), zaś rentowności 10-letnich Bundów wzrosły o 5 pkt. baz. do 2,43% z lokalnego minimum tydzień wcześniej.
- Krajowy rynek finansowy podążał w minionym tygodniu za rynkiem globalnym. Globalny wzrost apetytu na ryzyko wsparł GPW ze wzrostem WIG o 3% w skali tygodnia. Kurs złotego kontynuował aprecjację z umocnieniem o 1,3% w skali tygodnia wobec koszyka walut i kolejnymi lokalnymi rekordami „mocy” złotego na poziomie poniżej 4,17 PLN/EUR czy 4,40 PLN/CHF.
- Rynek obligacji także podążał za rynkami bazowymi, w szczególności za rynkiem USA. Po okresowym wzroście rentowności w trakcie tygodnia, koniec tygodnia przyniósł skokowy spadek rentowności w ślad za obligacjami w USA, szczególnie obligacji 10-letnich, do poziomu 5,72%. Piątkowa publikacja wstępnego szacunku [styczniowej inflacji CPI](#), która wzrosła do 5,3% r/r wobec 4,7% w grudniu, praktycznie nie wpłynęła na rynek. Choć wynik ten był wyższy od oczekiwań, to generalnie wpisał się w prognozy okresowego wzrostu inflacji w I poł. 2025 r. powyżej 5%. Z kolei publikacja PKB za IV kw. z wynikiem 3,2% potwierdziła oczekiwania formułowane na podstawie wcześniejszej publikacji całorocznego wzrostu PKB, że IV kw. przyniósł przyspieszenie tempa wzrostu PKB wobec słabszego III kw. (2,7% r/r).
- Dzięki wspomnianemu odsunięciu w czasie obowiązywania zadeklarowanych już podwyżek ceł na stal, aluminium (do 4. marca) i decyzji ws. „wzajemnych” ceł (do 1. kwietnia) polityka handlowa USA zapewne pozostanie w krótkim okresie na drugim planie jako czynnik kształtujący sytuację rynkową.
- W efekcie w bieżącym tygodniu większe znaczenie mogą mieć informacje napływające z Europy. Dla aktywów europejskich istotny będzie wynik niedzielnych wyborów parlamentarnych w Niemczech. Analizy przedwyborczych preferencji wskazują, że w sytuacji wejścia do parlamentu mniejszych ugrupowań (np. liberałów, których poparcie oscyluje w okolicach progu wyborczego), stworzenie większości rządowej w Bundestagu może wymagać poparcia 3 partii (do trzonu CDU/CSU i SPD, dołączyliby prawdopodobnie Zieloni), co skomplikowałoby proces powstania rządu. Ponadto ostateczny układ sił w parlamencie będzie miał znaczenie dla planowanego rozluźnienia zapisów konstytucyjnych dot. limitu rocznego wzrostu zadłużenia publicznego na poziomie 0,35% PKB (m.in. w kontekście

planów zwiększenia wydatków na obronność), który wymaga poparcia 2/3 deputowanych.

- Bieżący tydzień nie będzie obfitował w publikacje danych z głównych gospodarek, najistotniejszymi z nich będą wstępne szacunki wskaźników koniunktury PMI ze strefy euro za luty.
- W Polsce z kolei kalendarz publikacji będzie bogaty z czwartkowymi publikacjami nt. płac, zatrudnienia i produkcji w przemyśle i budownictwie, lecz ich wpływ na notowania krajowych aktywów będzie raczej ograniczony.
- Jednocześnie mnożące się pytania po Monachijskiej Konferencji Bezpieczeństwa ponownie przesunęły silniej sytuację geopolityczną w centrum uwagi inwestorów. Z jednej strony bowiem, gdyby materializował się scenariusz szybkiego zakończenia konfliktu w Ukrainie, może to w krótkim okresie nadal pozytywnie wpływać na aktywa o wyższym profilu ryzyka (głównie europejskie). Z drugiej strony, biorąc pod uwagę niepewność co do rozwoju sytuacji geopolitycznej w Europie w dłuższej perspektywie w kontekście niepewności co do strategii USA wobec Rosji i Europy (w tym wobec Europy Środkowo-Wschodniej), kolejne informacje z tego obszaru będą istotne dla oceny sytuacji rynkowej w dłuższej perspektywie.

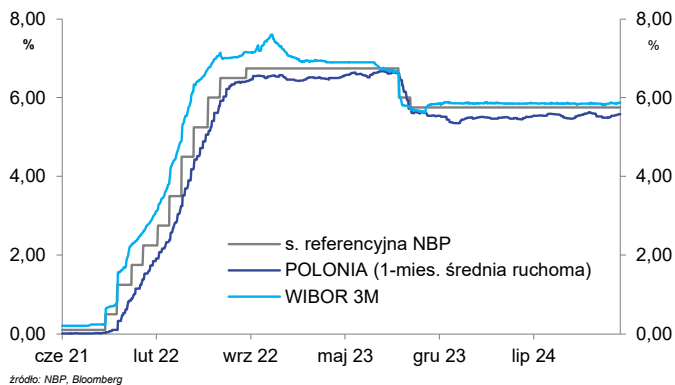
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 19 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> ze styczniowego posiedzenia FOMC	sty	-	-	-
czwartek 20 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sty	-0,6% r/r	-0,7% r/r	-0,5% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sty	9,8% r/r	9,1% r/r	9,1% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	sty	-0,6% r/r	-1,0% r/r	-1,5% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sty	-2,6% r/r	-0,5% r/r	-0,1% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	sty	-8,0% r/r	1,1% r/r	0,3% r/r
piątek 21 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lut	45,0 pkt.	45,5 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lut	52,5 pkt.	52,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lut	46,6 pkt.	47,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lut	51,3 pkt.	51,5 pkt.	-
niedziela 23 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	DE	Wybory parlamentarne w Niemczech	lut	-	-	-
poniedziałek 24 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	sty	1,9% r/r	1,7% r/r	1,4% r/r
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	lut	85,1 pkt.	84,9 pkt.	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	sty	9,3% r/r	9,3% r/r	9,4% r/r

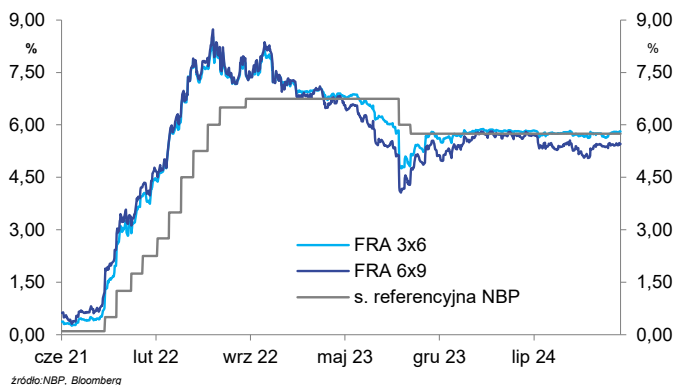
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

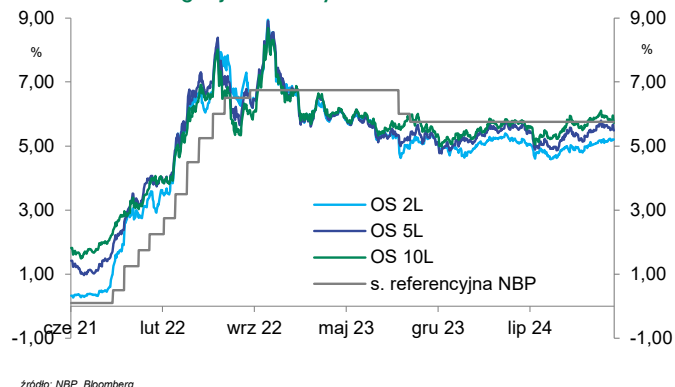
Krajowe stopy procentowe



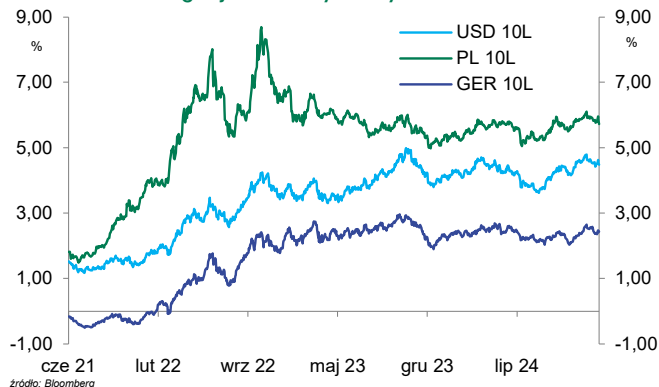
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



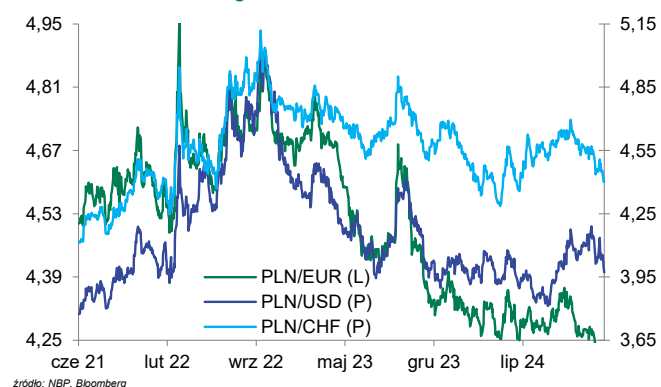
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



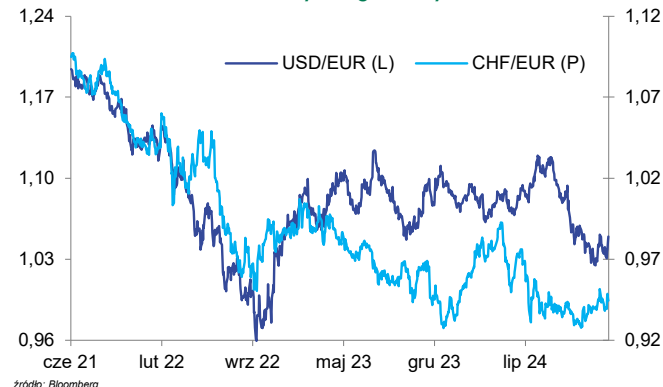
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



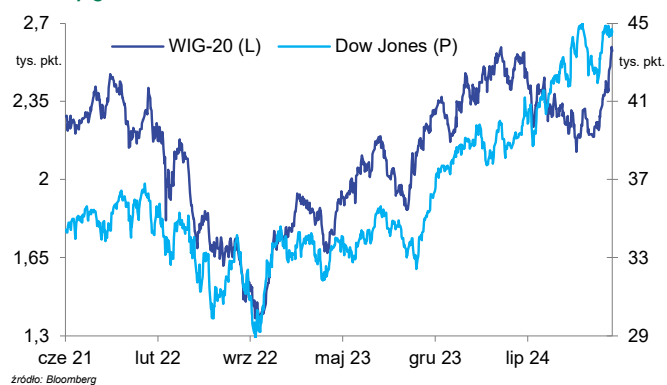
Notowania kursu złotego



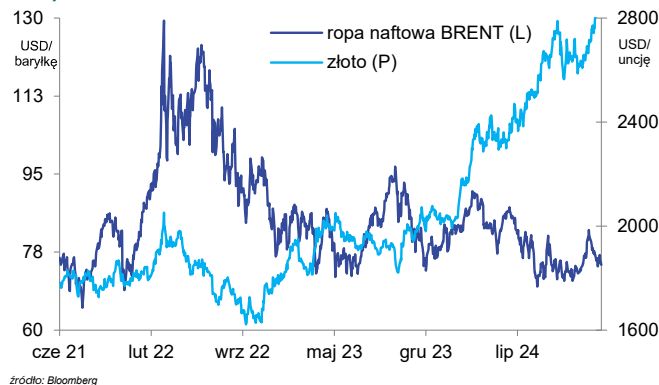
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

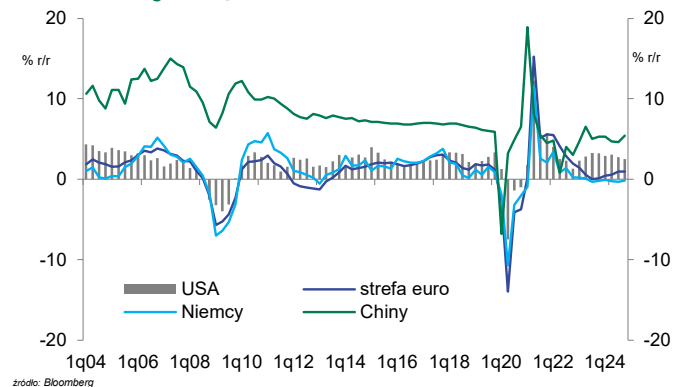


Ceny surowców



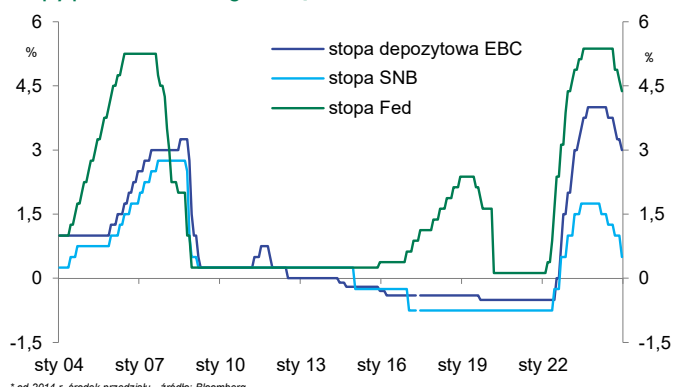
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



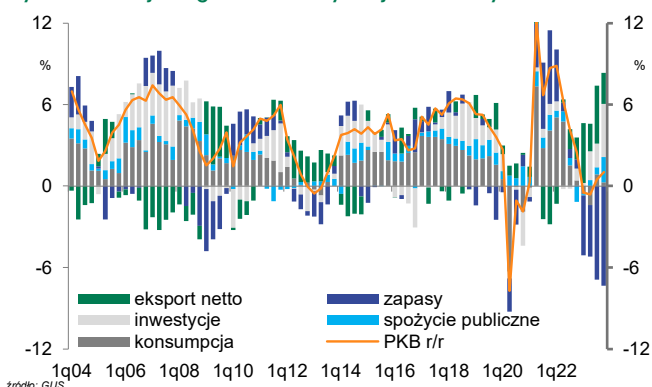
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



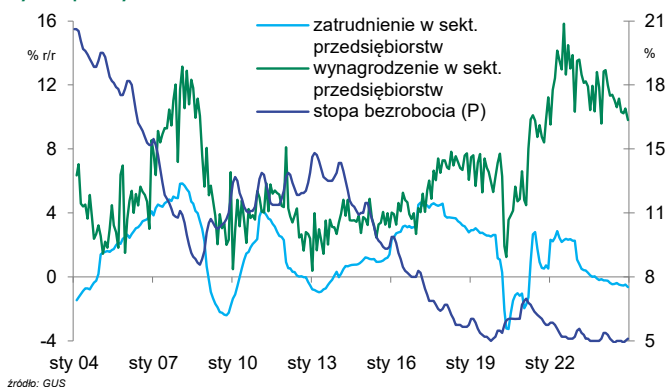
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



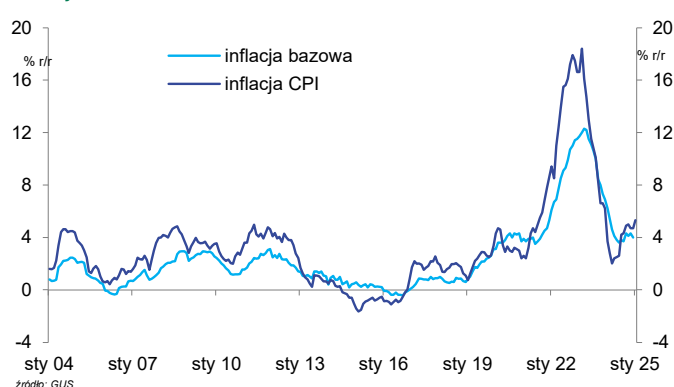
źródło: GUS

Rynek pracy



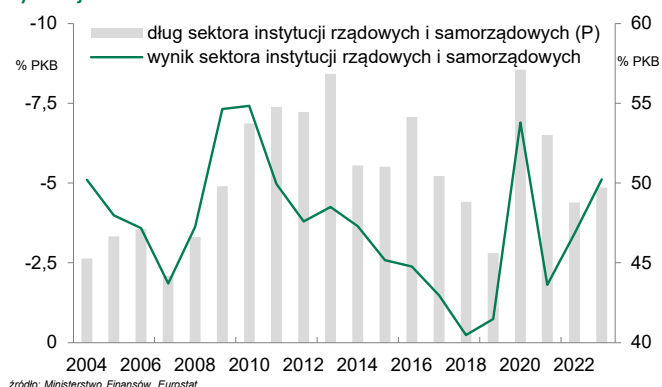
źródło: GUS

Inflacja



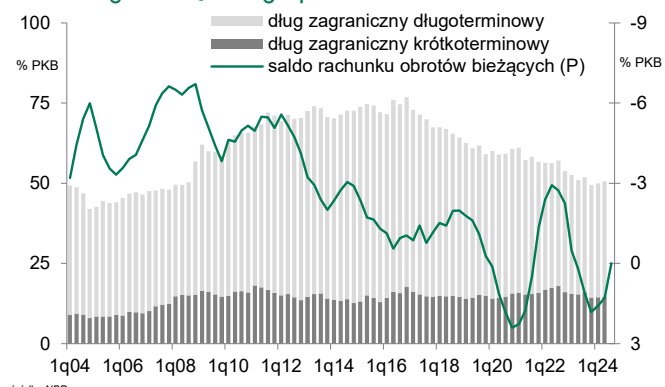
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2025	07.02.2025	14.02.2025	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	5,86	5,87	5,85	5,85	5,75
FRA 3x6	%	5,80	5,79	5,81	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,42	5,46	-	-	-
FRA 9x12	%	5,04	4,98	5,03	-	-	-
IRS 2L	%	5,19	5,16	5,20	-	-	-
IRS 5L	%	4,93	4,88	4,90	-	-	-
IRS 10L	%	5,10	5,03	5,06	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,17	5,16	5,21	4,95	4,90	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,51	5,48	5,50	5,45	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,82	5,79	5,72	5,75	5,70	5,60
PLN/EUR	PLN	4,21	4,19	4,16	4,20	4,22	4,26
PLN/USD	PLN	4,06	4,03	3,97	4,06	4,08	4,12
PLN/CHF	PLN	4,45	4,45	4,40	4,44	4,47	4,51
USD/EUR	USD	1,04	1,03	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	4,50	4,48	4,40	4,35	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,37	2,43	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.