

KOMENTARZ TYGODNIOWY

10 lutego 2025

Kolejne deklaracje Donalda Trumpa w sprawie ceł. RPP utrzymuje konserwatywny przekaz.

- Po burzliwym na rynkach początku minionego tygodnia w reakcji na ogłoszenie 25-proc. ceł na import z Kanady i Meksyku, a następnie ich odroczenie o 30 dni, w kolejnych dniach wobec braku nowych informacji nt. ceł w większym stopniu na sytuację rynkową oddziaływały publikacje danych z USA.
- Polityka handlowa USA od ubiegłego tygodnia pozostaje w centrum uwagi rynkowej. W minionym tygodniu oprócz zmiennych decyzji dot. ceł w przypadku Kanady i Meksyku, 4.02 weszły w życie podwyższone o 10% cła na wszystkie produkty chińskie importowane do USA. Chiny odpowiedziały obostrzeniami wobec USA m.in. w postaci: 15% ceł na import węgla i gazu LNG; - 10% ceł na import ropy naftowej i niektórych pojazdów; - obostrzeniami eksportu z Chin do USA wolframu, telluru, bizmutu, molibdenu i indu. Ponadto w ostatni weekend prezydent Trump ogłosił, że od poniedziałku 10.02 wzrosną o 25% cła na importowane do USA stal i aluminium, zasygnalizował też w kolejnych dniach wzrost cła na kolejne produkty, w tym wskazał na samochody, nie wskazując jednak krajów, których będą dotyczyły nowe cła.
- Na globalnym rynku finansowym zapowiedź nałożenia ceł na Kanadę i Meksyk spowodowała z początkiem minionego tygodnia skokowy wzrost awersji do ryzyka (ze spadkami notowań akcji, umocnieniem dolara i osłabieniem aktywów rynków wschodzących). Jednak odsunięcie tych restrykcji w czasie przyniosło pozytywne odreagowanie i wzrost apetytu na ryzykowne aktywa. Brak kolejnych informacji z obszaru polityki handlowej USA spowodował, że w trakcie minionego tygodnia na pierwszy plan wysunęły się publikacje danych makroekonomicznych, najpierw z Niemiec, a następnie z USA, które okazały się ostatecznie najistotniejsze dla kształtowania sytuacji rynkowej.
- Publikacja grudniowej produkcji przemysłowej w Niemczech wskazała na silniejszy od oczekiwań spadek produkcji (o 2,4% m/m), który mógł być efektem wydłużonych urlopów w okresie świątecznym. Z kolei zamówienia w niemieckim przemyśle wzrosły w grudniu o 6,9% m/m po listopadowym spadku o 5,2%, znacząco przewyższając oczekiwania. Na podstawie tych danych trudno o jednoznaczne wnioski nt. kondycji niemieckiego przemysłu, dopiero dane z początku tego roku dadzą więcej informacji co do kierunku zmian.
- W USA piątkowe dane wskazały na wzrost zatrudnienia w sektorach pozarolniczych w styczniu o 143 tys., wobec grudniowego wzrostu o 307 tys. (skorygowanego w górę o 51 tys.), spadek stopy bezrobocia do 4,0%, wobec prognoz rynkowych jej stabilizacji na grudniowym poziomie 4,1%, wzrost dynamiki wynagrodzeń godzinowych do 4,1% r/r z 3,9% r/r. Styczniowe dane wskazały, że kondycja rynku pracy w USA pozostaje solidna. Dane te w połączeniu z wyraźnym wzrostem oczekiwań inflacyjnych amerykańskich konsumentów w badaniu Uniwersytetu Michigan osłabiły oczekiwania rynkowe co do skali dalszego poluzowania polityki Fed z dyskontowanych niemal w pełni dwóch obniżek stóp w tym roku łącznie o 50 pkt. baz. do 35 pkt. baz. pod koniec tygodnia.

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

- Zróżnicowanie sytuacji gospodarczej w USA i strefie euro przekładało się na zachowanie rynków bazowych obligacji. W USA rentowności obligacji 10-letnich (przy sporej zmienności w trakcie tygodnia) obniżyły się o parę punktów bazowych do poziomu 4,50%, z kolei rentowności Bundów spadły o blisko 10 pkt. baz. w skali tygodnia poniżej 2,40%, czemu sprzyjała kwartalna publikacja EBC (*wage tracker*) z wyraźnym spadkiem dynamiki płac w perspektywie roku.
- Choć spadek awersji do ryzyka osłabił w trakcie tygodnia presję na umocnienie dolara, to publikacja danych z końca tygodnia i spadek oczekiwań co do luzowania polityki Fed podtrzymywały dolara na silnym poziomie i w efekcie w skali tygodnia kurs dolara w relacji do koszyka walut pozostał stabilny. Z kolei na wartości nadal traciło euro (-0,5% w relacji do koszyka walut). Na koniec tygodnia kurs USD/EUR ukształtował się nieco powyżej 1,03 dolara za euro.
- Na rynkach akcji pomimo wysokiej zmienności notowań (szczególnie na początku tygodnia), ostatecznie tygodniowe zmiany notowań indeksów okazały się niewielkie. Globalny indeks MSCI i indeks dla USA lekko spadły (-0,2%) w skali tygodnia – spadek oczekiwań na obniżki Fed zaciążył giełdom w USA pod koniec tygodnia. Z kolei w strefie euro indeks MSCI wzrósł w skali tygodnia o 0,5%.
- Krajowy rynek stopy procentowej podążał za rynkami bazowymi (spadek rentowności papierów 10-letnich o 3 pkt. baz. w skali tygodnia do 5,79%), choć silniej skorelowany był ze zmianami na rynku USA. Globalny spadek awersji do ryzyka w trakcie minionego tygodnia służył krajowemu rynkowi akcji i kursowi złotego. WIG w minionym tygodniu solidnie wzrósł o 2%. Złoty – po tym jak osłabił się na początku tygodnia w warunkach wzrostu awersji do ryzyka – w trakcie tygodnia ponownie zyskał na wartości (do 4,19 PLN/EUR i 4,03 PLN/USD na koniec tygodnia). Mocniejszemu złotemu dodatkowo sprzyjał przekaz prezesa NBP podczas czwartkowej konferencji prasowej po [posiedzeniu RPP](#), na którym prezes Głapiński praktycznie wykluczył opcję obniżki stóp NBP w marcu. W odniesieniu do dłuższego okresu prezes NBP powtórzył przekaz, że przestrzeń do obniżki stóp powstanie, kiedy projekcja NBP pokaże trwałe spadki inflacji, a bieżące dane będą wskazywały na spadek CPI. W naszej ocenie taki dogodny moment pojawi się w lipcu, zgodnie z naszym dotychczasowym scenariuszem.
- Wspomniane weekendowe ogłoszenie dodatkowych ceł na import do USA stali i aluminium zostały przyjęte spokojnie przez rynki z początkiem bieżącego tygodnia. Natomiast podniesienie przez prezydenta Trumpa kwestii ceł na samochody sygnalizuje, że w każdej chwili może powrócić w jakiejś formule (niewykluczone, że jedynie retorycznej) wątek ceł wobec UE, co w kolejnych tygodniach może skutkować ponownym wzrostem zmienności rynkowej. W bazowym scenariuszu podtrzymujemy, że USA nie podniosą powszechnie stawek celnych wobec importu z UE.
- Jeśli bieżący tydzień nie przyniesie istotnych nowości w zakresie bieżącej i przyszłej polityki handlowej USA, to na pierwszym planie pozostaną kwestie perspektyw polityki Fed i EBC w kontekście napływających danych makroekonomicznych. Oczekiwane będą wystąpienia prezesa Fed przed komisjami w Kongresie USA oraz styczniowa inflacja CPI w USA. Ponadto w bieżącym tygodniu zaplanowane są publikacje sprzedaży detalicznej w USA oraz produkcji przemysłowej w USA i strefie euro. Z krajowych danych najistotniejsze będą wstępny szacunek CPI w styczniu (oczekujemy wzrostu do 4,9% r/r wobec 4,7% w grudniu) oraz PKB w IV kw. 2024 r. (oczekujemy +3,3% r/r vs. 2,7% r/r w III kw.).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **PKB w IV kw. 2024 r. – szacunek wstępny (13 lutego)**

Prognozujemy, że w IV kw. 2024 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła 3,3% r/r, rosnąc z 2,7% w III kw. Szacunek wzrostu PKB w całym 2024 r. (opublikowany przed dwoma tygodniami) wskazuje, że w samym IV kw. (zakładając standardowo brak korekt za okres I – III kw.) dynamika mogła ukształtować się w przedziale 3,2% – 3,5% r/r. Biorąc pod uwagę, że szacunek roczny pozwolił na przybliżony szacunek wyników w IV kw., w tym także składowych PKB, sam szacunek *flash* (który nie zawiera żadnych informacji nt. struktury wzrostu PKB) nie dostarczy już istotnych nowych informacji, poza właśnie doprecyzowaniem jak silna była skala przyspieszenia wzrostu w ostatnim kwartale 2024 r. oraz szacunku wzrostu w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości.

- **Wskaźnik inflacji CPI w styczniu (14 lutego)**

Prognozujemy, że w styczniu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 4,9% r/r wobec 4,7% r/r grudniu 2024 r. Według naszych szacunków w styczniu w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływały przede wszystkim wzrost dynamiki rocznej nośników energii (efekt podwyżki opłat za gaz dla gospodarstw domowych) oraz paliw (efekt niskiej bazy odniesienia sprzed roku). Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływało obniżenie inflacji bazowej wobec wysokiej statystycznej bazy odniesienia sprzed roku.

Jednocześnie należy pamiętać, że jak co roku, podana przez GUS styczniowa wartość wskaźnika CPI będzie szacunkiem wstępnym – GUS opublikuje go w oparciu o obowiązujący w 2024 r. system wag, z szacunkowymi oszacowaniami składowych inflacji. Dopiero w połowie marca, przy okazji publikacji lutowego wskaźnika CPI, zostanie opublikowany ostateczny wynik CPI za styczeń (w oparciu o nowy system wag obowiązujący w 2025 r.), wraz z pełną strukturą zmian cen w poszczególnych kategoriach dóbr i usług.

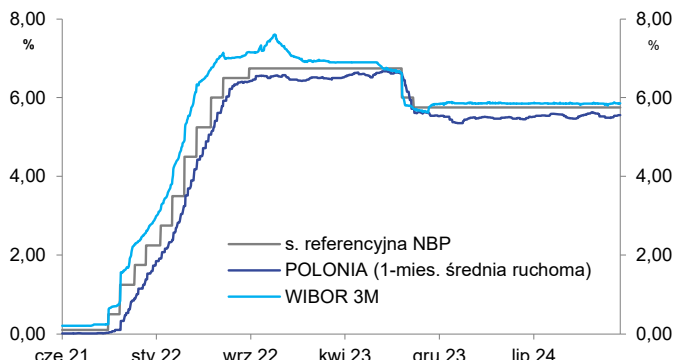
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 10 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:00	EMU	Wystąpienie prezesa EBC w debacie dot. Raportu rocznego EBC w PE	lut	-	-	-
wtorek 11 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Wystąpienie prezesa Fed przed Komisją Bankową Senatu USA	lut	-	-	-
środa 12 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	sty	2,9% r/r	2,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sty	3,2% r/r	3,2% r/r	-
16:00	US	Wystąpienie prezesa Fed przed Komisją ds. Finansów Izby Reprezentantów	lut	-	-	-
czwartek 13 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB	IV kw.	2,7% r/r	-	3,3% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	gru	0,2% m/m	-0,5% m/m	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	sty	-0,521 mld EUR	-1,330 mld EUR	-0,592 mld EUR
piątek 14 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	sty	4,7% r/r	5,1% r/r	4,9% r/r
11:00	EMU	Dynamika PKB (rew.)	IV kw.	0,0% kw/kw (wst.)	0,0% kw/kw	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	sty	0,4% m/m	0,6% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	sty	0,9% m/m	0,2% m/m	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

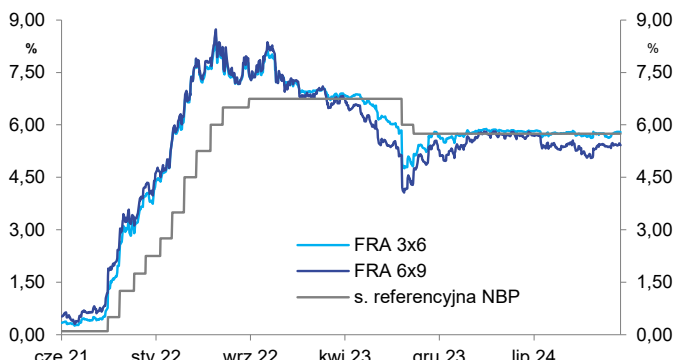
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



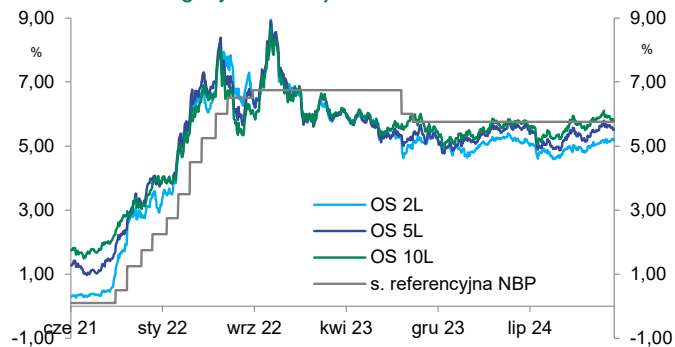
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



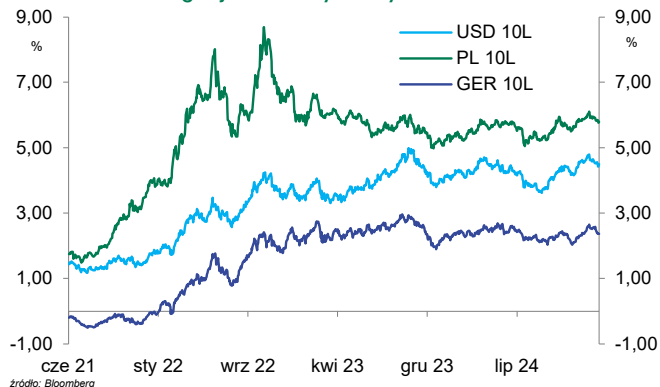
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



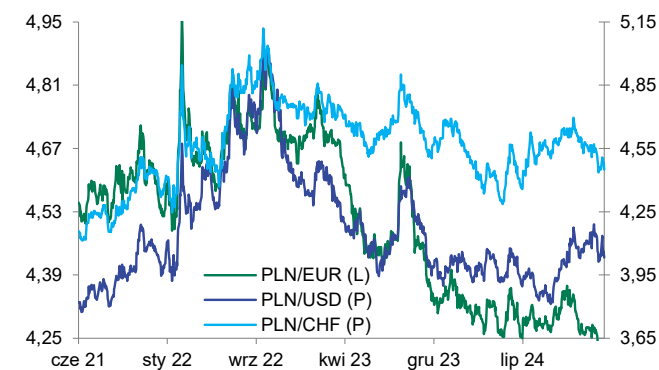
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



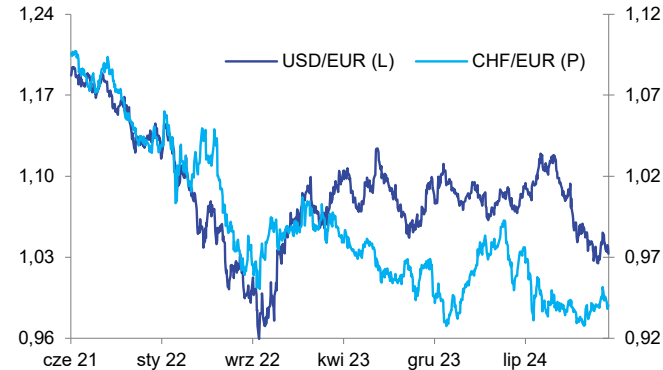
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



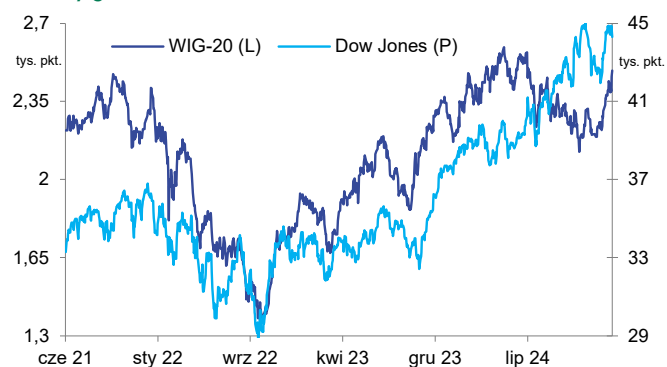
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



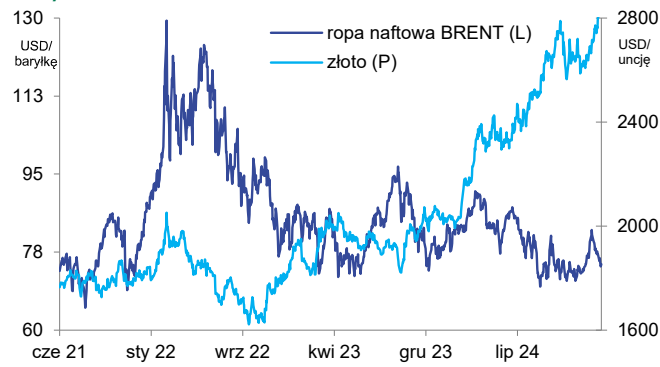
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



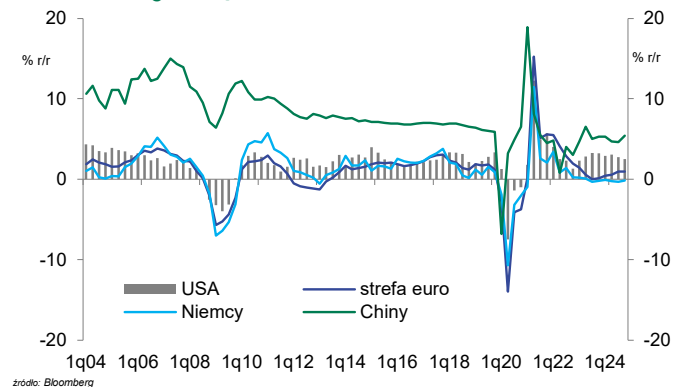
źródło: Bloomberg

2025-02-10

Klauzula poufności: BOŚ jawne

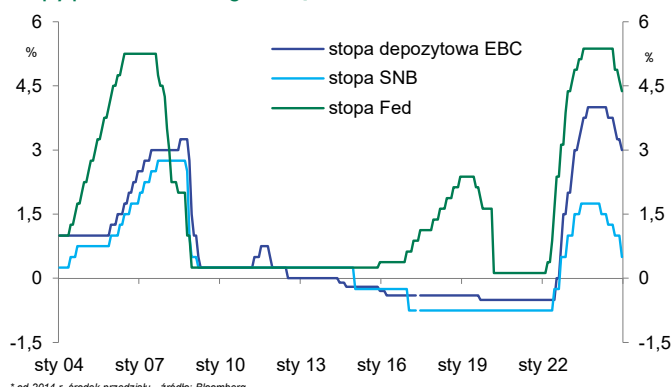
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



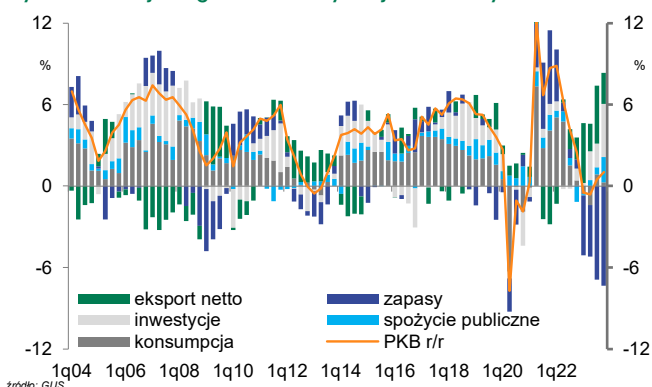
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



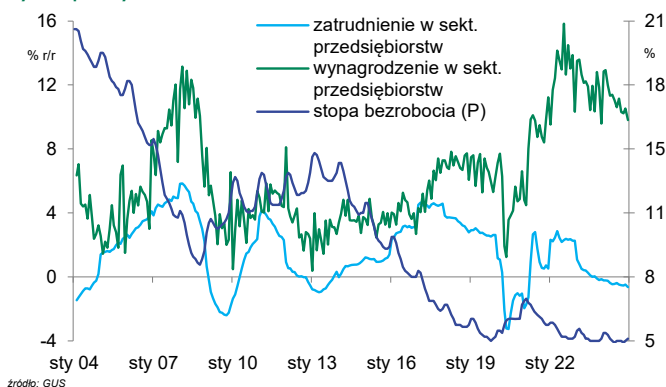
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



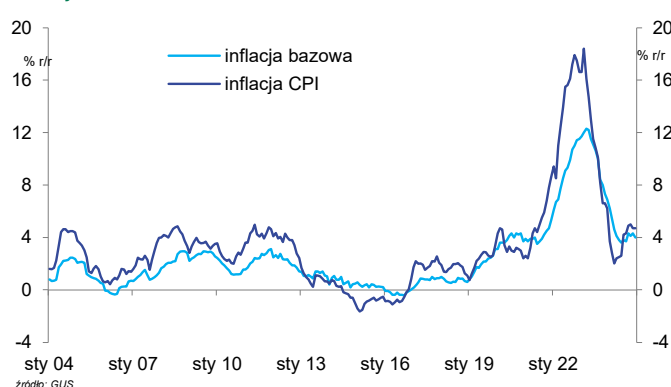
źródło: GUS

Rynek pracy



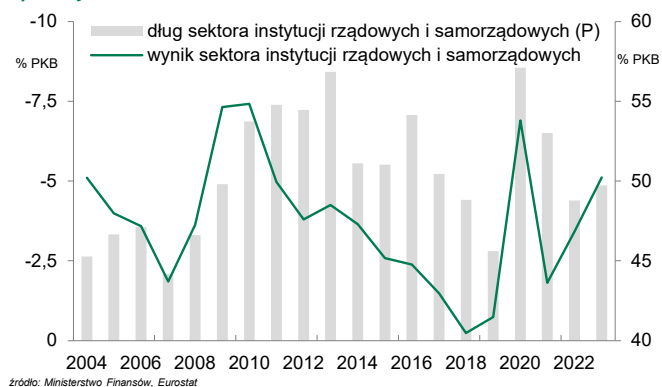
źródło: GUS

Inflacja



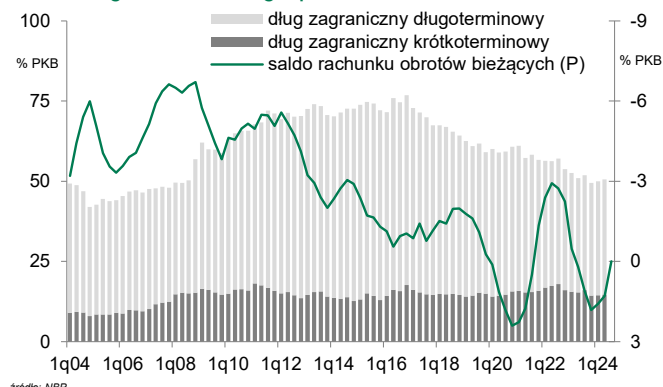
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2025	31.01.2025	07.02.2025	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	%	5,86	5,86	5,86	5,85	5,85	5,75
FRA 3x6	%	5,80	5,80	5,79	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,41	5,42	-	-	-
FRA 9x12	%	5,04	5,04	4,98	-	-	-
IRS 2L	%	5,19	5,19	5,16	-	-	-
IRS 5L	%	4,93	4,93	4,88	-	-	-
IRS 10L	%	5,10	5,10	5,03	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,17	5,17	5,16	5,00	4,95	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,56	5,51	5,55	5,50	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,82	5,82	5,79	5,80	5,75	5,60
PLN/EUR	PLN	4,21	4,21	4,19	4,25	4,26	4,29
PLN/USD	PLN	4,06	4,06	4,03	4,13	4,14	4,14
PLN/CHF	PLN	4,45	4,45	4,45	4,50	4,51	4,54
USD/EUR	USD	1,04	1,04	1,03	1,03	1,03	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	2,75	2,50	2,00
Stopa SNB	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,54	4,54	4,50	4,45	4,40	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,46	2,37	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.