

KOMENTARZ TYGODNIOWY

7 kwietnia 2025

Tąpnięcie na rynkach po podwyżkach ceł w USA. Gwałtowna zmiana przekazu RPP i prawdopodobna redukcja stóp NBP już w maju.

- Miniony tydzień przyniósł tąpnięcie na rynkach finansowych o historycznie rzadko notowanej skali. Ogłoszona 2 kwietnia większa od oczekiwań rynkowych skala wzrostu ceł na import do USA z poszczególnych krajów poskutkowała gwałtownym wzrostem obaw przed silnym spowolnieniem gospodarczym.
- W ramach zapowiadanego od kilku tygodni przeglądu relacji handlowych z poszczególnymi krajami prezydent Trump ogłosił wprowadzenie od 5 kwietnia w 10-procentowej stawki cła od wszystkich krajów oraz podwyższone stawki dla poszczególnych państw (które mają wejść w życie 9 kwietnia), są to m.in.: 20% wobec UE, 34% Chin, 24% Japonii, 25% Korei Płd., 32% Tajwanu, 46% Wietnamu, 26% Indii, 37% Bangladeszu, 10% Wielkiej Brytanii, 31% Szwajcarii, 17% Izraela, 30% RPA. Jednocześnie od 3 kwietnia weszły w życie 25% cła na import samochodów, a od 3 maja wejdą w życie cła na import części samochodowych.
- W reakcji na te informacje globalny indeks cen akcji MSCI spadł w skali tygodnia aż o 8,8%, przy spadku indeksu w USA o 9,2%, w strefie euro o 8%. Indeks dla rynków wschodzących obniżył się „tylko” o 3,0%, przy umiarkowanym spadku giełd w Chinach – w tym przypadku łączna skala wzrostu ceł jest zgodna z założeniami przyjmowanymi tuż po wygranej D. Trumpa.
- W ostatnich tygodniach kwestie polityki handlowej skutkowały wzrostem obaw dot. perspektyw inflacji, co ograniczało potencjał spadkowy rentowności obligacji skarbowych. W tym tygodniu było inaczej. Jednak wzrost obaw przed recesją spotęgowana słabszymi danymi ze sfery realnej w USA poskutkowała silnym wzrostem oczekiwań na obniżki stóp procentowych (w przypadku USA do 100 pkt. baz. w br.) i tym samym silnym spadkiem rentowności. Rentowności 10-letnich obligacji USA spadły o 25 pkt. baz. (obniżając się poniżej 4,0% po raz pierwszy od października 2024 r.), a papierów niemieckich o 15 pkt. baz. Spadkom obaw przed inflacją pomogła zapewne także przecena części surowców, w tym ponad 10-procentowy tygodniowy spadek cen ropy naftowej.
- Po ogłoszeniu decyzji prezydenta Trumpa kurs euro wobec dolara wzrósł do ok. 1,10 USD/EUR. Kurs dolara w relacji do koszyka walut osłabił się w minimalnym stopniu, o ponad 1% zyskało natomiast euro. Jeszcze silniej na wartości zyskiwały waluty tradycyjnie uznawane za bezpieczne w okresach wzrostu globalnej awersji do ryzyka tj. jen japoński i frank szwajcarski. W minionym tygodniu silnie na wartości traciły waluty rynków wschodzących.
- Prezydent Trump poinformował, że jeżeli kraje nie chcą wejścia wyższych ceł w życie, muszą zredukować bariery handlowe nakładane na ich import z USA, wskazując na pole do negocjacji. Jednocześnie jednak podpisany dekret zawiera zapis, że cła mogą zostać jeszcze podwyższone w przypadku działań odwetowych danego kraju lub pogorszenia salda handlowego USA z danym partnerem handlowym.

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

- Choć już bieżący wzrost niepewności dot. kształtu polityki handlowej USA skutkuje korektami w dół prognoz gospodarczych (gł. w USA, ale także w pozostałych gospodarkach, w tym strefie euro), to dla oceny ostatecznej skali spowolnienia gospodarki światowej kluczowy pozostaje wynik negocjacji, które podejmą poszczególne państwa. Pełne zwrotów akcji negocjacje Meksyku i Kanady (które aktualnie nie zostały włączone do grupy krajów objętych wyższymi cłami) pokazują, że kwestia ostatecznych relacji handlowych pozostaje otwarta. Może się ona poprawić – w wypadku osiągnięcia szeregu indywidualnych porozumień, choć też może jeszcze pogorszyć się w sytuacji eskalacji działań odwetowych.
- Dotychczas Chiny zapowiedziały podwyższenie ceł na import z USA o 34% oraz ograniczenia eksportu metali ziem rzadkich, bardziej wstrzeźliwy przekaz popłynął od przedstawicieli Unii Europejskiej.
- Z powyższych względów na obecnym etapie wstrzymujemy się z korektą prognoz dla polskiej gospodarki, choć bilans ryzyka dla naszego bazowego scenariusza zaczyna przeważać w dół (prognoza wzrostu PKB w 2025 r. o 3,3% r/r uwzględniająca wzrost niepewności dot. kształtu polityki handlowej z potencjalnie wyższym wzrostem inwestycji, w szczególności w warunkach przekierowania środków z KPO na wydatki na obronność). Jeśli zapowiedziane wysokie cła na import do USA ostatecznie wejdą w życie nasza prognoza zostanie zrewidowana w dół wyraźnie poniżej 3,0% r/r. Jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, w przypadku polskiej gospodarki, efekt bezpośredni wzrostu ceł na import z UE jest niewielki, natomiast efekt pośredni (eksport poddostawczy oraz generalne spowolnienie aktywności gospodarczej) byłby już znaczący.
- Ogłoszenie ceł przez D. Trumpa zepchnęło na plan dalszy ubiegłotygodniowe publikacje danych, które uznane zostały jako „nieaktualne” – odzwierciedlające przeszłość. Z jednej strony wskazały ona na dalsze pogorszenie nastrojów przedsiębiorców (indeks ISM w usługach, spadek subindeksów zatrudnienia wg indeksów ISM i PMI) z drugiej strony wskazały na wciąż solidną sytuację na amerykańskim rynku pracy w marcu. Zatrudnienie w USA wzrosło o ok. 240 tys., wyraźnie powyżej oczekiwań rynkowych. Z nieco słabszych aspektów można natomiast wskazać na wolniejsze tempo wynagrodzeń 3,8% r/r (gł. w wyniku korekty za wcześniejsze miesiące), lekki wzrost bezrobocia o 0,1 pkt. proc. do 4,2% i utrzymanie relatywnie krótkiego tygodnia pracy.
- Opublikowane dane były jednak wystarczająco mocne, aby ułatwić prezesowi Fed utrzymanie dotychczasowego przekazu, że FOMC nie musi spieszyć się decyzjami. Prezes Powell powiedział, że wpływ zapowiedzianych ceł może przewyższyć oczekiwania i minimalnie silniej niż podczas ostatniej konferencji prasowej po posiedzeniu FOMC akcentował ryzyka inflacyjne.
- Choć redukcja stóp Fed na najbliższym posiedzeniu na początku maja jest mało prawdopodobna o ile nie dojdzie do silniejszego pogorszenia danych z rynku pracy, to oczekujemy w kolejnych miesiącach (począwszy od czerwca) redukcji stóp łącznie o 75 pkt. baz. w scenariuszu bazowym ograniczenia skali ceł. Nadal uważamy bowiem, że o ile zmiany w polityce handlowej nie wpłyną na wzrost cen surowców (energetycznych i żywnościowych) ich wpływ na inflację w średnim horyzoncie może być silniejszy przez kanał wzrostu gospodarczego niż krótkookresowy bezpośredni efekt kosztowy.

- Tym silniej ten mechanizm powinien oddziaływać na gospodarkę strefy euro, stąd uważamy, że pomimo wątpliwości wielu członków rady EBC, ostatecznie zdecyduje się ona na kolejną obniżkę stóp na kwietniowym posiedzeniu w przyszłym tygodniu. Taką decyzję wspierać powinny także ostatnie słabsze lutowe dane z niemieckiego przemysłu, niższy marcowy wzrost sprzedaży detalicznej oraz marcowy spadek inflacji bazowej w strefie euro.
- Być może w jakimś stopniu gwałtowna reakcja rynkowa i powszechne obawy przed silniejszym spowolnieniem gospodarczym wpłynęły na nagłą zmianę przekazu prezesa NBP podczas czwartkowej konferencji prasowej, choć prezes nie powołał się na ten argument wymieniając powody sygnalizacji łagodzenia polityki pieniężnej.
- Prezes NBP ocenił, że „radykalnie” zmieniło się nastawienie większości członków RPP, wskazał, że większość członków RPP „oczekuje, że sytuacja będzie się zmieniać w kierunku obniżki stóp procentowych i (...) w najbliższym czasie może pojawić się przestrzeń do dostosowania polityki pieniężnej”. Odpowiadając na pytania dziennikarzy o termin najbliższej obniżki stóp prezes NBP poinformował, że obniżka stóp może nastąpić zarówno już w maju, jak i w każdym następnym miesiącu. Na pytanie o skalę pierwszej obniżki prezes Głapiński odpowiedział, że jeśli napłyną dobre dane (niższy CPI, niższa dynamika płać) to skala obniżki może wynieść 50 pkt. baz., natomiast jeśli dane będą gorsze to 25 pkt. baz.
- Gwałtowna zmiana przekazu prezesa NBP pogłębiła ruchy na krajowym rynku finansowym zapoczątkowane po decyzji prezydenta Trumpa. W efekcie rentowności krajowych obligacji skarbowych obniżyły się o 50 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej i o prawie 70 pkt. baz. w przypadku rentowności 2-latek. W podobnej skali obniżyły się stawki kontraktów IRS, a kontraktów FRA spadły o 80 – 100 pkt. baz. w zależności od tenoru. Konferencja prezesa NBP zdecydowanie nasiliła deprecjację złotego, który w relacji do koszyka walut osłabił się o 1,3%. Kurs złotego w relacji do euro wzrósł na koniec tygodnia do ok. 4,25 PLN/EUR, pogłębiając tę przecenę dziś rano w kierunku 4,30 PLN/EUR.
- W ślad za zagranicznymi rynkami akcji, indeks WIG obniżył się w minionym tygodniu o 9% i też podobnie do tych rynków kontynuuje spadek z początkiem bieżącego tygodnia.
- Ubiegłotygodniowa radykalna zmiana przekazu prezesa NBP była niespodzianką, gdyż w ciągu ostatniego miesiąca prezes przeszedł od przekazu sygnalizującego, że nie wiadomo, czy obniżki w tym roku w ogóle nastąpią, do zasygnalizowania, że do obniżki może dojść na najbliższym posiedzeniu i dopuszczeniu możliwości cięcia większego niż 25 pkt. baz. Ponadto przekaz prezesa na konferencji był chaotyczny – np. początkowo wskazał jako preferowany scenariusz jednorazowego dostosowania, a w dalszej części konferencji preferowanych dwóch obniżek o 50 pkt. baz. i ewentualnej dodatkowej obniżki w tym roku.
- Biorąc pod uwagę ułomną politykę komunikacyjną RPP (chaotyczny przekaz prezesa, nieadekwatna do komunikacji prezesa treść komunikatu RPP po posiedzeniu) sporym wyzwaniem jest określenie bazowej ścieżki stóp procentowych NBP w nadchodzących miesiącach, w szczególności w średniej perspektywie. W odniesieniu do prognoz decyzji RPP w najbliższym czasie

doświadczenie uczy, że jeśli prezes NBP komunikuje intencję obniżki stóp, wtedy większość Rady nie zwleka z działaniami, pomimo zastrzegania się prezesa, że zmiany nie zostały jeszcze przesądzone. Zazwyczaj też Rada „przyspiesza” zmiany decydując się na większą niż mniejszą skalę zmian polityki monetarnej. Dlatego naszym zdaniem w bazowym scenariuszu należy przyjąć, że już na najbliższym majowym posiedzeniu RPP dokona rozluźnienia polityki monetarnej i że będzie to 50 pkt. baz. Za scenariuszem większej obniżki przemawia fakt, iż kilku członków RPP, którzy wypowiedzieli się w ostatnich dniach wskazało na możliwość poparcia obniżki o 50 pkt. baz.

- Tym samym wobec naszego dotychczasowego scenariusza przesunęliśmy w przód o 2 miesiące (z lipca na maj) moment oczekiwanej najbliższej obniżki stóp. Jednocześnie przesunęliśmy w czasie pozostałe obniżki i zwiększyliśmy nieco łączną skalę obniżek oczekiwanych w tym roku – do 100 pkt. baz. (wobec 75 pkt. baz. dotychczas). Podsumowując, oczekujemy obecnie, że na najbliższym posiedzeniu Rada obniży stopy o 50 pkt. baz., po czym w III kw. obniży je o kolejne 50 pkt. baz. (w lipcu i wrześniu), w całym roku obniżając stopy łącznie o 100 pkt. baz. W 2026 r., tak jak dotychczas, oczekujemy redukcji stopy referencyjnej do 3,75%. Ten scenariusz może zmienić się zarówno pod wpływem ewentualnych dodatkowych informacji dot. nowej funkcji reakcji RPP, jak i ewentualnych korekt wskaźników z tytułu sytuacji w globalnym handlu.
- Przy zdecydowanie uboższym kalendarzu publikacji danych i wydarzeń w bieżącym tygodniu sytuacja rynkowa powinna stopniowo stabilizować się. Silniejsze zmiany byłyby zapewne możliwe, gdyby pojawiły się nowe informacje dot. relacji handlowych z największymi partnerami handlowymi. Jeżeli tak się nie stanie, stopniowo uwaga rynkowa będzie coraz silniej przesuwać się najpierw na wystąpienia i decyzje głównych banków centralnych.
- W kolejnych tygodniach ta uwaga będzie koncentrowała się silniej na publikacjach danych ze sfery realnej, weryfikujące wpływ dotychczasowych informacji nie tylko na nastroje podmiotów gospodarczych, ale na twardsze dane. Stopniowo bowiem w II kw. powinien wygasać ewentualny wpływ nadwyżkowego popytu z USA na towary importowane w obawie przed wzrostem ceł, co będzie weryfikacją faktycznego cyklicznego stanu gospodarki.

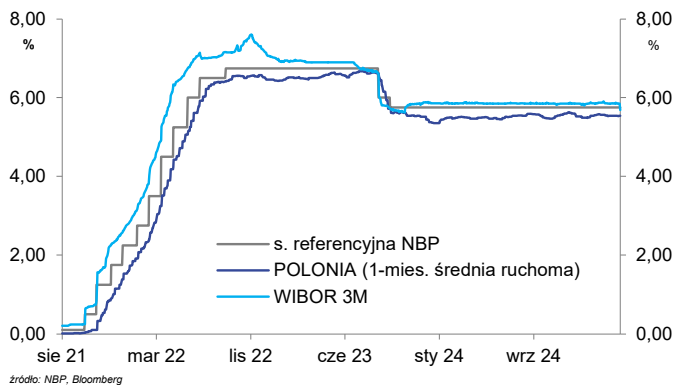
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 9 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> z marcowego posiedzenia FOMC	mar	-	-	-
czwartek 10 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	mar	-0,7% r/r	0,1% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI	mar	2,8% r/r	2,6% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	mar	3,1% r/r	3,0% r/r	-
piątek 11 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lut	-1,506 mld EUR	-1,235 mld EUR	-0,414 mld EUR
poniedziałek 14 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	mar	2,3% r/r	4,5% r/r	-
03:00	CHN	Import	mar	-8,4% r/r	-2,3% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

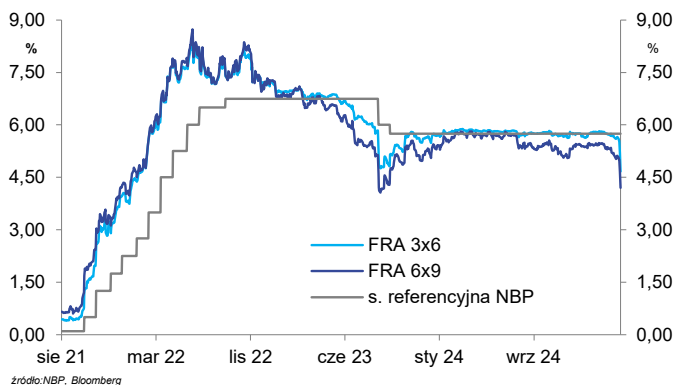
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



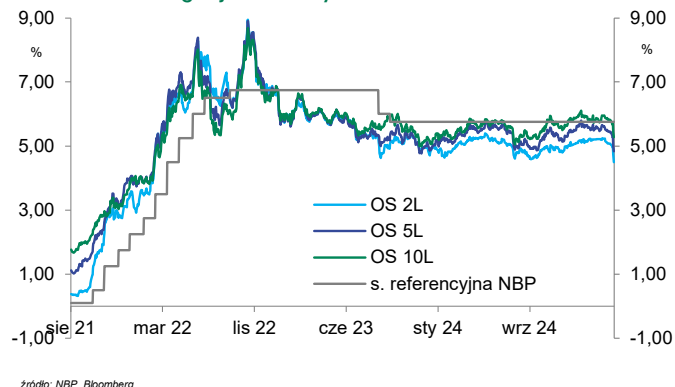
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



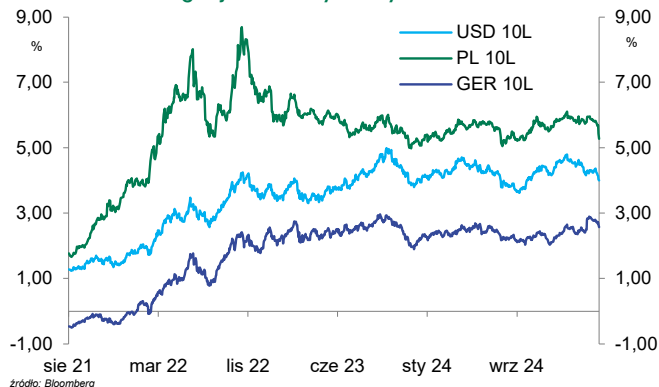
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



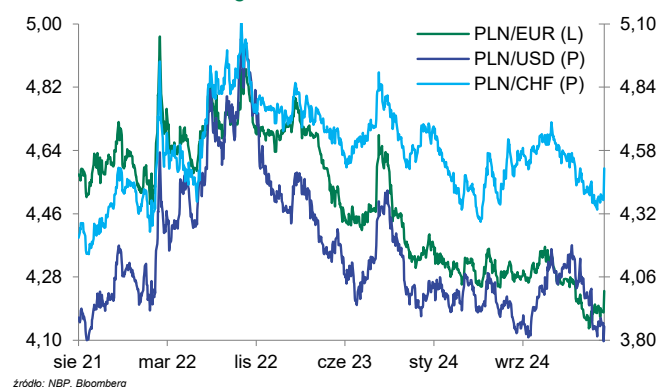
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



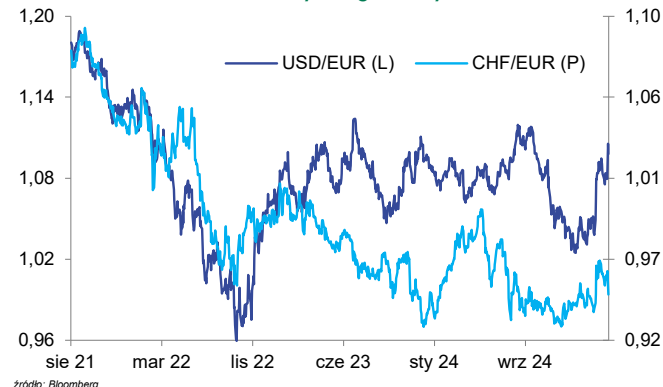
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



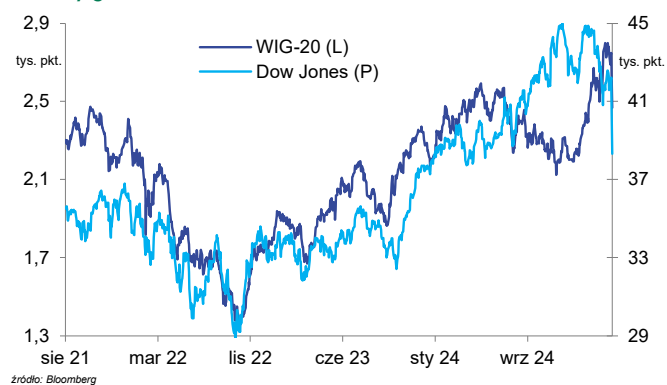
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



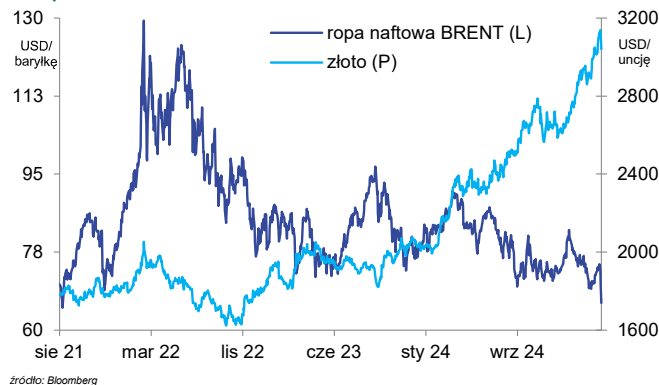
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



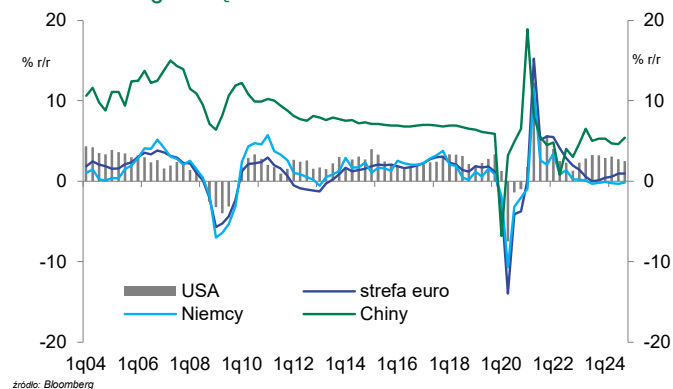
źródło: Bloomberg

2025-04-07

Klauzula poufności: BOŚ jawne

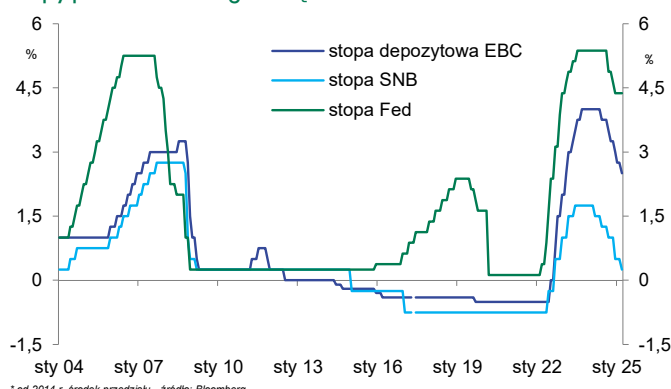
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



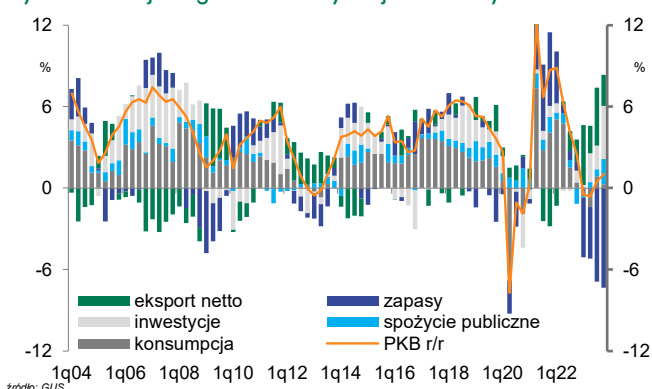
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



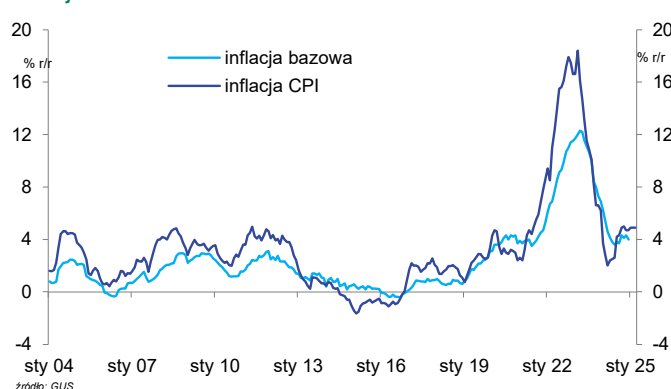
źródło: GUS

Rynek pracy



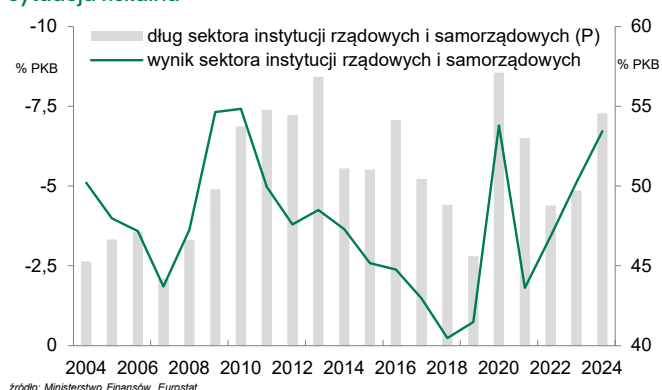
źródło: GUS

Inflacja



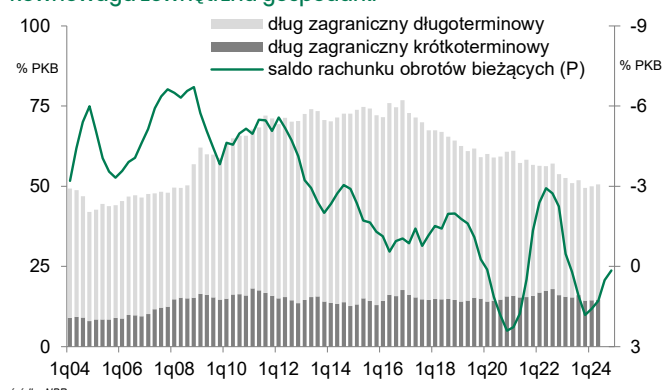
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2025	28.03.2025	04.04.2025	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	5,86	5,69	5,50	5,30	5,25
FRA 3x6	%	5,60	5,66	4,67	-	-	-
FRA 6x9	%	5,06	5,12	4,20	-	-	-
FRA 9x12	%	4,67	4,74	3,93	-	-	-
IRS 2L	%	4,92	4,98	4,29	-	-	-
IRS 5L	%	4,68	4,73	4,16	-	-	-
IRS 10L	%	4,89	4,95	4,46	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,00	5,04	4,50	4,60	4,60	4,60
Obligacje skarbowe 5L	%	5,33	5,42	4,83	4,95	4,95	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,71	5,77	5,27	5,40	5,40	5,40
PLN/EUR	PLN	4,18	4,18	4,24	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,86	3,88	3,86	3,86	3,90	3,92
PLN/CHF	PLN	4,39	4,40	4,51	4,52	4,52	4,52
USD/EUR	USD	1,08	1,08	1,10	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	4,25	3,99	4,00	4,00	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,74	2,73	2,57	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.