

KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 maja 2025

RPP „dostosowała” stopy, Fed utrzymał stopy bez zmian. USA i Chiny ogłosiły czasowe obniżenie ceł.

- Miniony tydzień minął pod znakiem decyzji banków centralnych, które nie zaskoczyły. [RPP „dostosowała” stopy o 50 pkt. baz.](#) z przestaniem pauzy na kolejnym posiedzeniu. W Europie stopy obniżył też Bank Anglii i Bank Czech (po 25 pkt. baz.), politykę monetarną poluzował też Narodowy Banki Chin. Z kolei [Komitet Otwartego Rynku Fed utrzymał stopy na dotychczasowym poziomie](#) sygnalizując konieczność obserwacji „niepewnego” otoczenia gospodarczego.
- Ostatnie dni przyniosły też istotne informacje dot. polityki handlowej USA. Najważniejsza z nich to znacząca deeskalacja wojny handlowej między USA i Chinami. Dzisiaj USA i Chiny ogłosiły, że w wyniku rozmów, które odbyły się w miniony weekend w Genewie począwszy do 14 maja na 90 dni zawieszą część wprowadzonych w ostatnich tygodniach zaporowych ceł. Uzgodniono, że czasowo stawki celne zostaną obniżone do 30% w przypadku towarów importowanych z Chin do USA oraz do 10% na towary importowane z USA do Chin (ponadto Chiny zniosą inne pozacelne restrykcje dot. importu z USA). Oznacza to, że stawki celne zostaną wyraźnie obniżone wobec poziomów obowiązujących w ostatnich tygodniach w wyniku kwietniowej eskalacji wojny handlowej między USA a Chinami (145% w przypadku importu z Chin do USA i 125% w przypadku importu z USA do Chin), które oznaczały *de facto* zamrożenie wymiany handlowej między tymi krajami. Jednocześnie strony utworzą mechanizm dalszych konsultacji handlowych w celu wypracowania docelowego kształtu relacji handlowych USA – Chiny. Ponadto w trakcie minionego tygodnia USA i Wielka Brytania ogłosiły założenia nowej umowy handlowej (zawierające m.in.: utrzymanie stawki 10% na import dóbr z Wlk. Brytanii do USA, obniżenie do zera ceł na import do USA z Wlk. Brytanii stali i aluminium i do 10% cła na import do 100 tys. samochodów rocznie).
- Na globalnym rynku finansowym pierwsza połowa tygodnia minęła pod znakiem względnej stabilizacji notowań aktywów finansowych. Z kolei pod koniec tygodnia wzrósł apetyt na bardziej ryzykowne aktywa, dla którego impulsem mogło być zawarcie umowy handlowej między USA i Wielką Brytanią odebrane jako bardziej koncyliacyjna postawa USA w relacjach handlowych (m.in. w obliczu oczekiwanych weekendowych rozmów USA-Chiny). Optymizmowi na rynkach mogły też sprzyjać lepsze dane gospodarcze opublikowane w minionym tygodniu (ISM w usługach w USA, produkcja i zamówienia w przemyśle Niemiec, eksport Chin).
- W rezultacie końcówka minionego tygodnia przyniosła wzrost indeksów akcji i wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Trend ten kontynuowany był z początkiem tego tygodnia w reakcji na ogłoszenie wspomnianego czasowego zawieszenia części ceł w relacjach USA-Chiny.
- W skali minionego tygodnia rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wzrosły o 7 pkt. baz. w USA (do 4,38%) i o 3 pkt. baz. w Niemczech (do 2,56%). Po posiedzeniu FOMC w USA kontynuowany był spadek oczekiwań co do

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

skali poluzowania polityki monetarnej Fed w tym roku. Rynek dyskontuje obecnie 67 pkt. baz. obniżki do końca roku wobec 80 pkt. baz. przed tygodniem. Bardziej koncyliacyjna postawa USA w relacjach handlowych i spadek oczekiwań na obniżki stóp Fed wzmocniły też dolara w relacji do euro w kierunku 1,125 dolara za euro.

- Na krajowym rynku finansowym, inaczej niż zazwyczaj, sytuacja była głównie pochodną krajowego wydarzenia, tj. posiedzenia RPP.
- Decyzja RPP o obniżeniu stóp NBP o 50 pkt. baz. była powszechnie oczekiwana. Natomiast reakcja rynkowa (wyższe rynkowe stopy procentowe, mocniejszy kurs złotego) po posiedzeniu i konferencji prezesa NBP wskazują, że albo rynek obawiał się większej majowej skali obniżki lub „obstawiał” bardziej gotębi przekaz dot. kolejnych decyzji Rady. W skali minionego tygodnia rentowności obligacji 10-letnich wzrosły o ponad 10 pkt. baz. (nota bene wobec mniej płynnych poziomów z okresu weekendu majowego oraz przy wsparciu sytuacji na rynkach bazowych), wyraźniej wzrosły natomiast notowania IRS i FRA (te ostatnie nawet kilkadziesiąt punktów bazowych). Kurs złotego umocnił się w relacji do koszyka walut aż o niemal 1%, w tym poniżej 4,25 złotego za euro w reakcji na przekaz RPP oraz wsparty przez efekt *risk-on* na globalnym rynku. Mocniejszy apetyt na ryzyko na rynkach globalnych wsparł też krajową giełdę ze wzrostem WIG o 2%.
- Ostrożny przekaz prezesa Glapińskiego podczas ubiegłotygodniowej konferencji prasowej nie był dla nas zaskoczeniem, w tym podkreślenie: – charakteru „dostosowania” bieżących stóp, a nie początku cyklu, – zależności kolejnych decyzji od napływających danych, – utrzymujących się ryzyk dla inflacji, – preferencji dla kolejnych obniżek rzędu 25 pkt. baz.; – niskiego prawdopodobieństwa obniżki stóp w czerwcu oraz wskazanie, że RPP jako termin ewentualnej kolejnej obniżki stóp bierze pod uwagę lipiec lub wrzesień.
- Ten przekaz wpisuje się w nasz bazowy scenariusz kolejnych obniżek stóp w lipcu i we wrześniu (po 25 pkt. baz.). Sądzymy, że w lipcu czynnikiem sprzyjającym obniżce stóp będzie przełamanie przez lipcową inflację kolejnej psychologicznej granicy 4% (spadek w okolice 3,5%) oraz projekcja inflacyjna wskazująca na spadek inflacji do celu NBP w perspektywie projekcji pomimo poluzowania polityki monetarnej.
- Globalny rynek finansowy wchodzi w nowy tydzień z nastawieniem pozytywnym (*risk-on*) w nadziei na trwałą deeskalację konfliktu handlowego między USA i Chinami. Bez wątplenia znaczące cofnięcie obostrzeń wobec dotychczasowych zaporowych ciał wobec Chin świadczy o bardziej racjonalnej postawie USA w porównaniu z polityką prowadzoną od 2 kwietnia oraz oznacza spadek ryzyka globalnej recesji. Tym samym polityka handlowa USA może być w najbliższym czasie przyczynkiem do utrzymania dobrych nastrojów rynkowych (wzrost popytu na akcje, aktywa rynków wschodzących, spadek popytu na bezpieczne aktywa, w tym obligacje czy bezpieczne waluty).
- Natomiast należy mieć na uwadze, że pomimo bieżącej deeskalacji postawy USA w relacjach z Chinami, przykład umowy z Wielką Brytanią nie daje powodów do zbytniego optymizmu. Na przykład utrzymanie kwietniowej „wzajemnej” stawki cła nawet w przypadku bliskiego sojusznika USA wskazuje na twardą postawę USA. Zatem wynik negocjacji z innymi partnerami handlowymi USA

zapewne przyniesie generalny wzrost protekcjonizmu w globalnym handlu, a jego skala i wpływ na gospodarkę światową wciąż pozostają niepewne.

- Także w najbardziej wrażliwej kwestii, tj. relacji USA-Chiny, dopiero przebieg faktycznych negocjacji handlowych przyniesie odpowiedź na to jaki ostatecznie kształt przyniosą te negocjacje. Dodatkowo należy się liczyć z okresowymi napięciami w rozmowach. Tym samym po początkowym optymizmie rynkowym należy liczyć się z dostosowaniem, kiedy zaczną się realne negocjacje.
- Z bieżących publikacji danych w tym tygodniu rynki skupią uwagę na kwietniowej inflacji CPI oraz produkcji i sprzedaży detalicznej w USA. Z początkiem kolejnego tygodnia ważne będą kwietniowe dane z chińskiej gospodarki (produkcję, sprzedaż i inwestycje).
- W przypadku polskiej gospodarki w czwartek poznamy wstępne dane nt. PKB za I kw. (bez składowych) – oczekujemy stabilizacji wzrostu PKB na poziomie 3,2% r/r. Pod koniec tygodnia opublikowany zostanie też ostateczny szacunek kwietniowej inflacji CPI (15.05) oraz wynik inflacji bazowej (16.05).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• PKB w I kw. 2025 r. (15 maja)

Oczekujemy, że dynamika PKB w I kw. br. obniżyła się lekko wobec wyniku z IV kw. ub.r. do 3,2% r/r.

Z początkiem roku oczekujemy wyraźnego obniżenia dynamiki spożycia, zarówno gospodarstw domowych jak i publicznego. Niższe tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych, przy bardzo wysokiej bazie odniesienia dla konsumpcji powinny skutkować spadkiem dynamiki poniżej 3,0% r/r. Na taki scenariusz wskazuje także niższe tempo wzrostu sprzedaży detalicznej z początkiem br. Wolniejszy wzrost wydatków na wynagrodzenia w sektorze publicznym będzie natomiast głównym powodem wolniejszego tempa wzrostu spożycia publicznego.

Choć dynamika inwestycji powinna pozostać ujemna, to przy wyraźnym spadku bazy odniesienia oczekujemy jej wyraźnego wzrostu wobec danych z IV kw., na co wpłynie ograniczenie spadku inwestycji publicznych (gł. infrastrukturalnych), przy zakładanym utrzymaniu niskiej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Ograniczona skala uruchomienia projektów współfinansowanych ze środków UE będzie ograniczać skalę poprawy dynamiki inwestycji na początku br.

		1q24	2q24	3q24	4q24	1q25P*
PKB		2,2	3,2	2,8	3,4	3,2
popyt krajowy		1,9	4,9	4,6	5,3	6,0
konsumpcja prywatna	% r/r	4,3	4,5	0,2	3,5	2,8
spożycie publiczne		9,2	11,3	5,2	7,6	3,5
inwestycje		3,6	3,9	-4,3	-6,9	-0,6
konsumpcja prywatna		2,6	2,6	0,1	1,7	1,7
spożycie publiczne	kontrybucja	1,6	2,1	1,0	1,6	0,7
inwestycje	pkt. proc.	0,5	0,6	-0,7	-1,7	-0,1
zapasy		-2,9	-0,8	4,1	3,4	3,3
eksport netto		3,1	-1,4	-0,6	-0,1	-2,4
wartość dodana		1,9	2,2	2,3	2,5	2,9
przemysł	% r/r	0,1	0,7	1,2	1,7	2,0
budownictwo		-10,8	-6,3	-3,0	-7,8	-0,5
handel i naprawy		4,4	4,1	-1,2	2,8	1,1

Źródła: GUS, BOŚ Bank

*prognoza sprzed publikacji flash

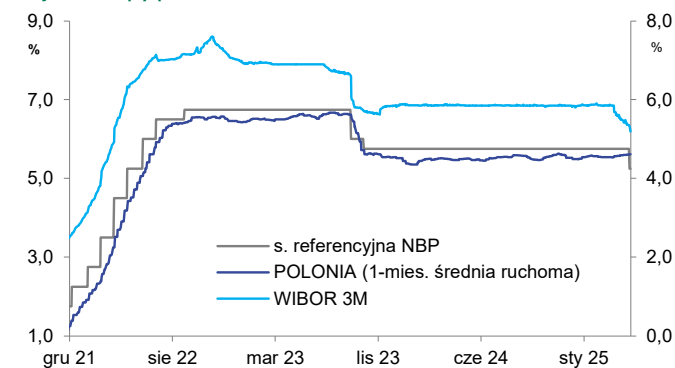
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 13 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	kwi	2,4% r/r	2,4% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	kwi	2,8% r/r	2,8% r/r	-
Środa 14 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	mar	-0,220 mld EUR	0,123 mld EUR	-0,471 mld EUR
czwartek 15 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	kwi	4,2% r/r (wst.)	-	4,2% r/r
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)	I kw.	3,4% r/r	3,1% r/r	3,2% r/r
11:00	EMU	Dynamika PKB (I rew.)	I kw.	0,4% kw/kw (wst.)	-	-
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	mar	1,1% m/m	1,5% m/m	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	kwi	1,5% m/m	0,0% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	kwi	-0,3% m/m	0,1% m/m	-
piątek 16 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	kwi	3,6% r/r	3,5% r/r*	3,4% r/r**
poniedziałek 19 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	kwi	7,7% r/r	5,5% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	kwi	5,9% r/r	6,0% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-kwi	4,2% r/r	4,3% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu, *prognoza sprzed publikacji flash CPI, **szacunek na podstawie danych z flash CPI

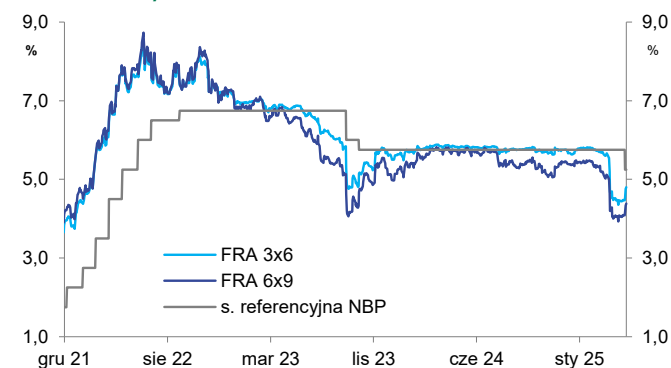
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



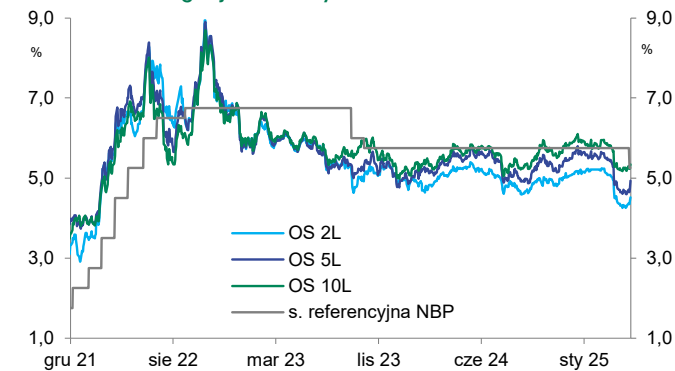
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



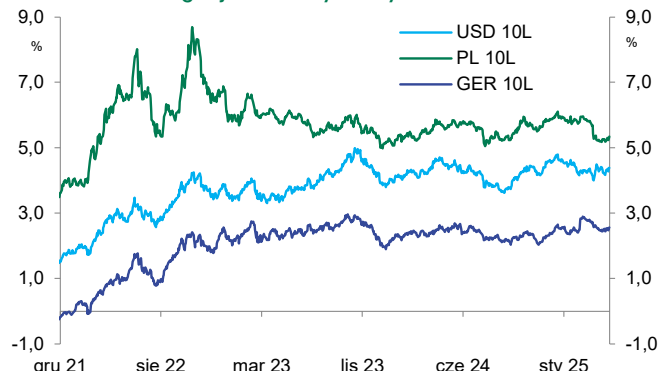
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



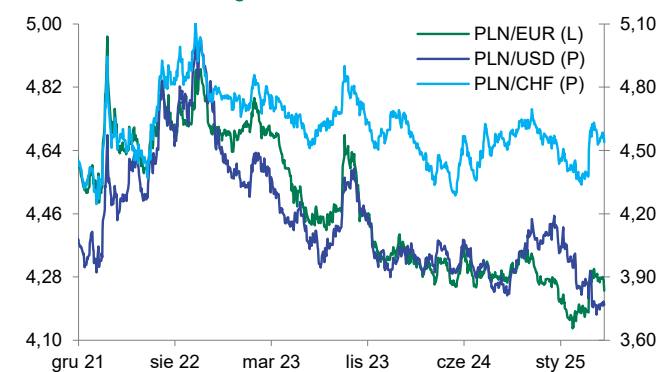
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



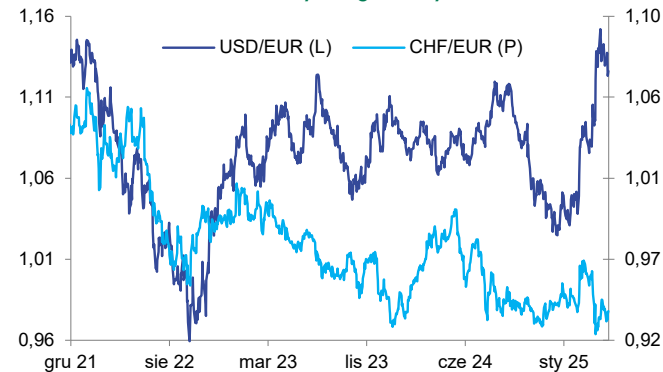
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



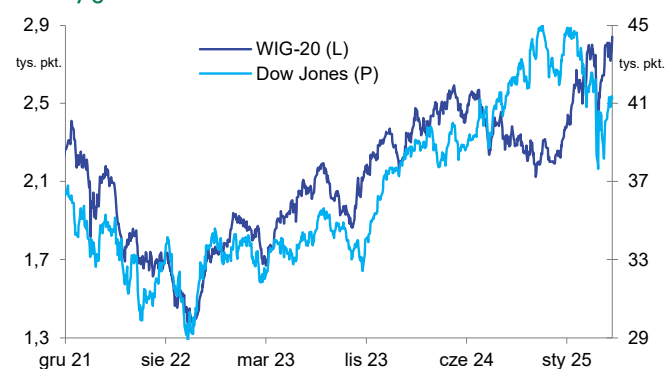
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



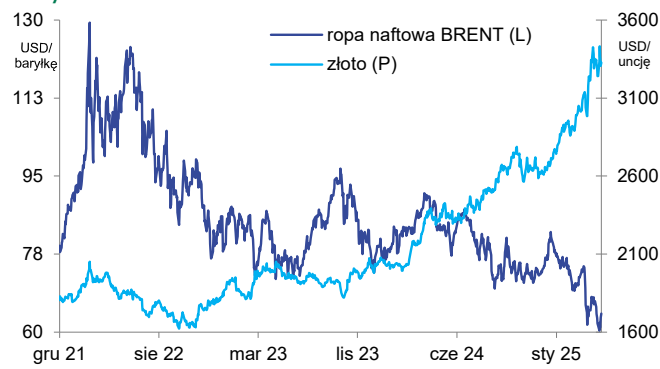
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



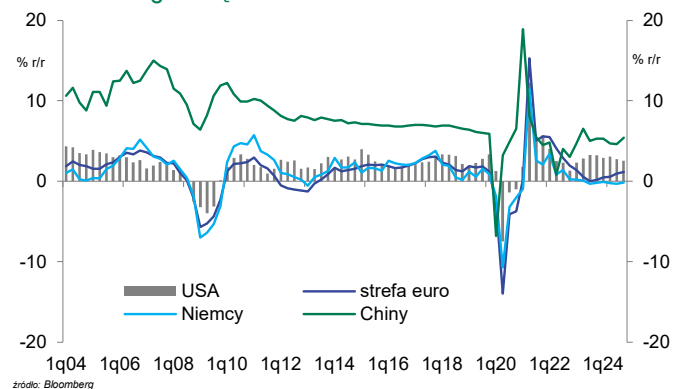
źródło: Bloomberg

2025-05-12

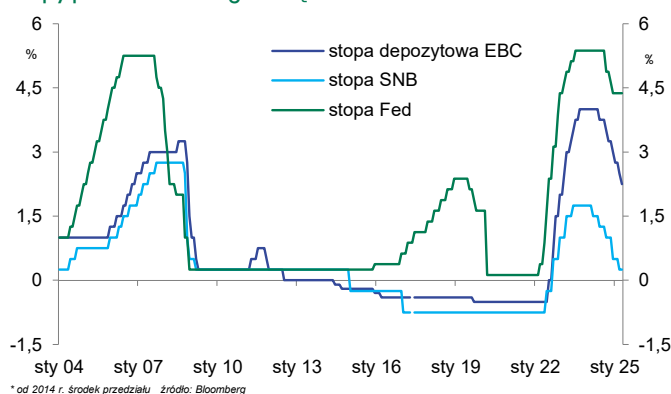
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

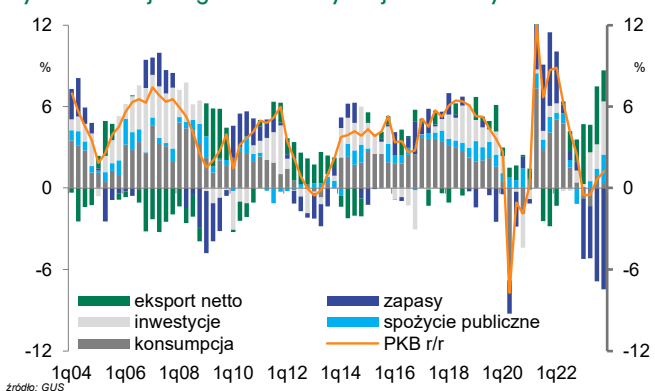
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



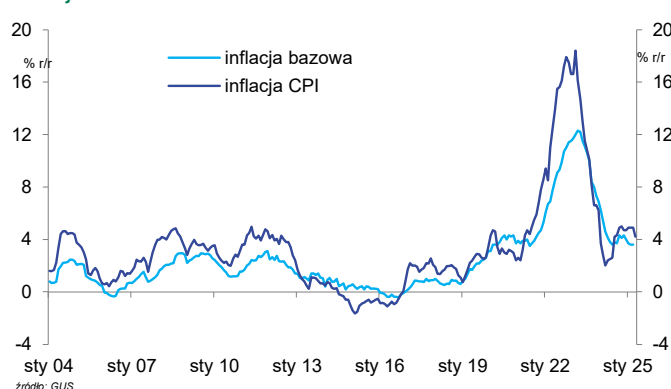
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



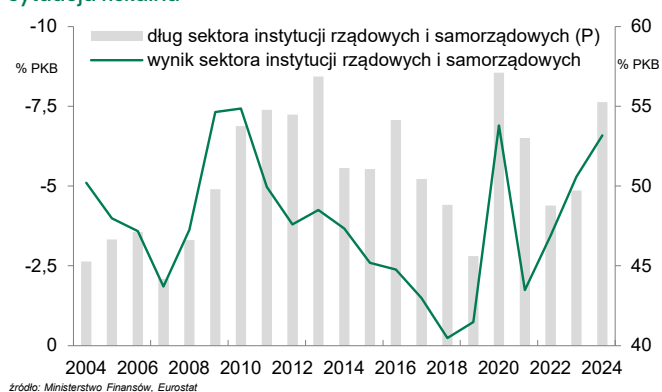
Rynek pracy



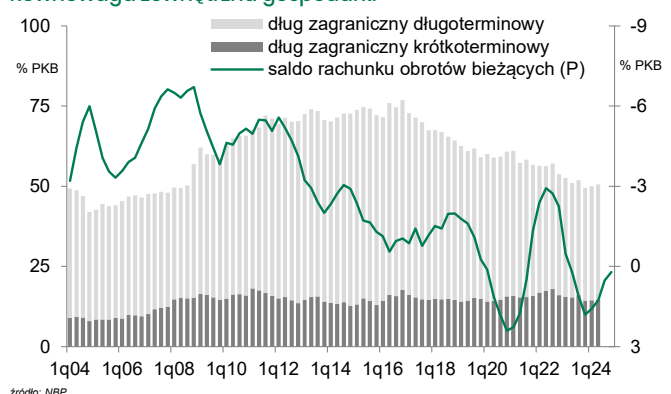
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2025	02.05.2025	09.05.2025	31.05.2025	30.06.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	5,75	5,75	5,75	5,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,25	5,25	5,25	4,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	4,75	4,75	4,75	4,25
WIBOR 3M	%	5,41	5,36	5,19	5,30	5,25	4,85
FRA 3x6	%	4,45	4,48	4,80	-	-	-
FRA 6x9	%	4,06	4,09	4,38	-	-	-
FRA 9x12	%	3,73	3,76	4,05	-	-	-
IRS 2L	%	4,05	4,08	4,25	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	4,00	4,16	-	-	-
IRS 10L	%	4,31	4,34	4,49	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,29	4,32	4,52	4,45	4,40	4,35
Obligacje skarbowe 5L	%	4,60	4,64	4,94	4,70	4,70	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,21	5,34	5,40	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,28	4,28	4,24	4,26	4,27	4,30
PLN/USD	PLN	3,76	3,77	3,77	3,77	3,80	3,89
PLN/CHF	PLN	4,56	4,57	4,54	4,53	4,54	4,56
USD/EUR	USD	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,11
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,16	4,31	4,38	4,20	4,10	3,85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,44	2,53	2,56	2,45	2,45	2,35

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.