

KOMENTARZ TYGODNIOWY

23 lutego 2026

Sąd Najwyższy USA uznał większość ceł D. Trumpa za nielegalne. Prezydent ogłosił nową 15-proc. powszechną stawkę celną. Spokojna reakcja rynku.

- Najistotniejszą informacją minionego tygodnia było piątkowe orzeczenie Sądu Najwyższego USA (SN), że prezydent Donald Trump nie miał uprawnień do nakładania ceł na podstawie ustawy IEEPA (International Emergency Economic Powers Act). Ustawa ta stanowiła podstawę prawną większości (ok. 70%) ceł nałożonych przez administrację prezydencką podczas II kadencji D. Trumpa. Wśród nich były 10-procentowe taryfy importowe do USA na większość towarów z większości państw świata i „wzajemne” cła dotyczące ok. 70 państw wprowadzone w kwietniu 2025 r. Cła te stanowiły też podstawę do negocjacji nowych umów handlowych z największymi gospodarkami, w tym z UE, Chinami, Japonią, Koreą Południową, czy Indiami. Orzeczenie SN nie dotyczy m.in. ceł sektorowych (np. na stal, aluminium) wprowadzonych w oparciu o inne przepisy.
- W reakcji na orzeczenie SN prezydent Trump podpisał rozporządzenie wprowadzające 10-proc. powszechną stawkę ceł importowych do USA, a następnie zapowiedział jej podniesienie do 15% (od 24 lutego) na podstawie sekcji 122 ustawy o handlu z 1974. Przepis ten pozwala na nałożenie przez administrację prezydencką tymczasowych ceł na maksymalnie 150 dni. Przedłużenie ich obowiązywania wymaga zatwierdzenia przez Kongres USA.
- Generalnie orzeczenie SN oznacza pewien wzrost niepewności co do szczegółowych rozwiązań w zakresie polityki celnej USA w nowej sytuacji prawnej, niemniej należy oczekiwać, że dotychczasowy kształt polityki handlowej administracji D. Trumpa zostanie zachowany przy użyciu alternatywnych rozwiązań prawnych. Jeśli dotychczasowy kurs w polityce handlowej USA zostanie zachowany prawdopodobne wydaje się utrzymanie w dotychczasowym kształcie umów handlowych wynegocjowanych między USA a najważniejszymi partnerami. W obszarze polityki fiskalnej orzeczenie SN może oznaczać ryzyko niższych przychodów z ceł w budżecie federalnym USA. Z kolei w obszarze instytucjonalnym orzeczenie SN jest sygnałem, że pomimo obaw równowaga konstytucyjna między poszczególnymi ośrodkami władzy w USA pozostała zachowana („checks and balances”).
- Najistotniejsze bardziej szczegółowe implikacje orzeczenia SN:
 - zgodnie z zapowiedziami przedstawicieli administracji prezydenckiej USA dotychczasowa polityka handlowa będzie kontynuowana przy użyciu innych dostępnych środków prawnych (choć wymagających więcej wysiłku i czasu), natomiast wyzwaniem dla administracji Trumpa może być przeprowadzenie obecnych czasowych rozwiązań przez Kongres USA w obliczu jesiennych wyborów „połówkowych”, nawet, pomimo iż Partia Demokratyczna generalnie nie jest jednoznacznie przeciwna wprowadzaniu restrykcji celnych;
 - generalnie spodziewane jest utrzymanie wynegocjowanych w 2025 r. umów handlowych, niemniej wzrosła niepewność co do szczegółów np. kwestii

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

sektorowych (por. poniżej), dlatego np. Komisja Europejska zwróciła się do USA o pełne wyjaśnienie działań, jakie USA zamierzają podjąć po decyzji SN;

- wzrost niepewności jak wyglądać będą szczegółowe rozwiązania w przypadku konkretnych grup produktów i krajów, na ile obowiązujące pozostaną dotychczasowe ustalenia zawarte w umowach handlowych dotyczące obniżonych cęt sektorowych ustalone w ramach wynegocjowanych z USA umów handlowych (np. w przypadku UE obniżone cła na samochody i części zamienne eksportowane do USA wynegocjowane w ramach umowy UE-USA);

- wzrost ryzyka dla realizacji wpływów fiskalnych z tytułu cęt (przynajmniej w krótkim okresie), zwiększając presję na sytuację fiskalną USA w 2026 r., choć wg Sekretarza Skarbu S. Bessenta USA nowymi rozwiązaniami w obszarze polityki celnej zapewni sobie planowane przychody z taryf w roku 2026;

- kwestia trybu zwrotu wpływów z tytułu nielegalnie pobranych cęt (szacowanych na ponad 130 mld USD) nie została rozstrzygnięta przez SN – w tej kwestii ma orzec amerykański Sąd ds. Handlu Międzynarodowego, natomiast dotychczasowe sygnały z administracji prezydenckiej wskazują, że dochodzenie przez firmy roszczeń będzie wymagało długotrwałej drogi sądowej.

- Rynki finansowe przyjęły orzeczenie SN spokojnie. Bezpośrednią reakcją rynkową na piątkowe orzeczenie był lekki wzrost rentowności długoterminowych obligacji USA oraz osłabienie dolara czego przyczyną mógł być wzrost wyzwań fiskalnych USA w konsekwencji orzeczenia. W skali całego tygodnia rentowności obligacji USA lekko wzrosły o 3 pkt. baz. do 4,08%, ale pozostały na obniżonym poziomie wobec notowanych od początku stycznia do końca pierwszej dekady lutego (średnio blisko 4,20%). Dolar osłabił się pod koniec tygodnia w okolice 1,18 dolara za euro, niemniej w skali całego tygodnia pozostał silniejszy wobec euro i zyskał na wartości 0,4% w relacji do koszyka walut.

- Orzeczenie SN praktycznie nie wpłynęło na rynki akcji, które w minionym tygodniu pozytywnie odreagowały wyraźne spadki sprzed tygodnia związane z ponownym wzrostem obaw związanych z AI. W efekcie w skali całego tygodnia globalny indeks akcji MSCI wzrósł o 1,2%, w USA wzrósł o 1,0%, w strefie euro o 2,5% a na rynkach wschodzących o 0,8%.

- Wzrost napięcia geopolitycznego związanego z zaostrzeniem relacji USA – Iran i deklarowanym przez USA wzrostem prawdopodobieństwa ataku na Iran ograniczył się do wpływu na rynek ropy naftowej – cena za baryłkę ropy Brent zbliżyła się pod koniec tygodnia do 72 dolarów za baryłkę (wzrost o ponad 6% w skali tygodnia). Złoto pod koniec tygodnia powróciło powyżej poziomu 5 tys. po okresowej lekkiej korekcie poniżej tego poziomu w trakcie tygodnia.

- Opublikowana w minionym tygodniu seria danych z USA wskazała na słabszą od oczekiwań aktywność gospodarki USA w IV kw. Wzrost PKB wyniósł 1,4% kw/kw (SAAR) wobec 4,4% w III kw. oraz wobec oczekiwań 2,8% kw/kw. Główną przyczyną tego osłabienia był ubiegłoroczny najdłuższy w historii shutdown w USA. Oznacza, to, że spowolnienie w skali w IV kw. 2025 r. powinno być okresowe, szczególnie, że grudniowe wyniki produkcji przemysłowej i wydatków konsumentów przekroczyły oczekiwania.

- Jednocześnie grudniowe odczyty inflacji PCE (preferowanej przez FOMC) okazały się nieco wyższe od oczekiwań. W szczególności wskaźnik bazowy, po wykluczeniu żywności i energii wzrósł do 3,0% r/r z 2,8% r/r. I to prawdopodobnie

wyższa inflacja PCE dodatkowo przyczyniła się do dalszego spadku oczekiwań rynkowych co do tegorocznej skali poluzowania polityki monetarnej przez FOMC. Wyraźnie obniżyły się oczekiwania co do czerwcowej obniżki stóp Fed (do nieco powyżej 50%). Rynek obecnie oczekuje o 25 pkt. baz. obniżki stóp w lipcu. Do końca roku rynek oczekuje 2 obniżek po 25 pkt. baz., przy spadku wycenianego prawdopodobieństwa trzeciej obniżki stóp w tym roku.

- Jako pozytywne można zinterpretować wstępne odczyty lutowych indeksów PMI ze strefy euro. W lutym wzrosły indeksy PMI w przemyśle i usługach, zarówno w strefie euro jak i w Niemczech. W szczególności pozytywny jest powrót indeksów PMI przemysłu strefy euro i Niemiec powyżej 50 pkt. i wyraźny wzrost indeksu usług w Niemczech. Dodatkowo dane dot. wykonania wydatków budżetowych w Niemczech opublikowane w minionym tygodniu wskazały na ich przyspieszenie pod koniec 2025 r. Także wynik indeksu Ifo z początkiem tego tygodnia okazał się lepszy od oczekiwań.
- Na krajowym rynku obligacji i w przypadku kursu złotego w trakcie minionego tygodnia lekko osłabły nastroje, po mocnym wcześniejszym tygodniu. W skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich lekko wzrosły do 4,96% (przy kontynuacji spadku rentowności na krótkim końcu krzywej). Kurs złotego w relacji do koszyka walut obniżył się w skali tygodnia o 0,5%, przy osłabieniu w relacji do euro, dolara i franka. Jedynie WIG lekko zyskał na wartości (0,4%) odreagowując część spadku z wcześniejszego tygodnia.
- Opublikowane w minionym tygodniu styczniowe dane ze sfery realnej polskiej gospodarki: słabsza od oczekiwań [dynamika wynagrodzeń](#) oraz [produkcji przemysłowej](#) i [budowlanej](#) wsparły oczekiwania na marcową obniżkę stóp NBP o 25 pkt. baz. Jednocześnie świadomość wysoce prawdopodobnego negatywnego wpływu trudnych warunków pogodowych na budownictwo i działy przetwórstwa z nim związane wskazują na ostrożność w nadmiernie negatywnej interpretacji tych danych z punktu widzenia oceny aktywności gospodarki polskiej. Na przykład opublikowana dzisiaj styczniowa [sprzedaż detaliczna](#) sprawiła pozytywną niespodziankę. Biorąc pod uwagę wysoką zmienność miesięcznych danych podtrzymujemy prognozę solidnej aktywności polskiej gospodarki w 2026 r. ze wzrostem PKB na poziomie 4%. Szczegóły naszego scenariusza wraz z prognozami przedstawiliśmy w [Przeglądzie kwartalnym](#).
- W bieżącym tygodniu oczekiwane będą informacje nt. szczegółowych rozwiązań dot. działań administracji prezydenckiej w reakcji na orzeczenie Sądu Najwyższego USA w sprawie ceł. Choć trudno oczekiwać, by była to kwestia, która może spowodować wyraźną trwałą zmianę sytuacji rynkowej, to napływające informacje mogą punktowo wpływać na notowania rynkowe zarówno w aspekcie czasowym, jak i na poszczególne segmenty rynku. Na „radarach” rynkowych pozostaną relacje USA-Iran pomimo ostatniej pewnej deeskalacji.
- Jednocześnie kalendarz publikacji danych makroekonomicznych w tym tygodniu jest zdecydowanie uboższy w porównaniu z ostatnimi dwoma tygodniami – zaplanowano jedynie publikację wskaźników PMI w Chinach.
- W Polsce ze styczniowych danych poznamy jeszcze stopę bezrobocia. Natomiast z początkiem kolejnego tygodnia GUS opublikuje kolejny szacunek PKB za IV kw. wraz z jego składowymi. W piątek wieczorem oczekiwana będzie informacja Fitch nt. przeglądu ratingu Polski (nie są oczekiwane zmiany).

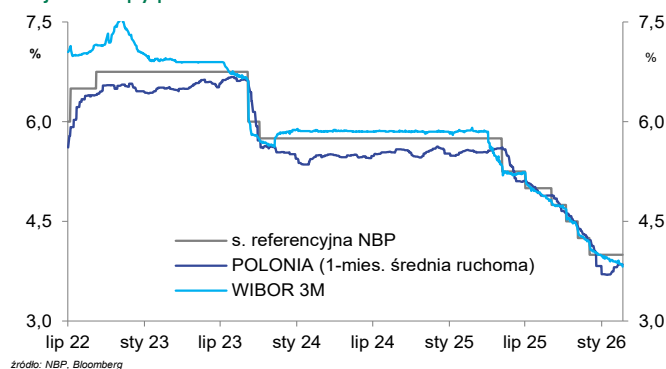
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 24 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	sty	5,7%	6,0%	6,0%
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	lut	6,50%	6,50%	-
środa 25 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Dynamika PKB (fin.)	IV kw.	0,3%kw/kw (wst.)	-	-
czwartek 26 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	EMU	Wystąpienie prezes EBC Ch. Lagard przed komisją w Parlamencie Europ.	lut	-	-	-
piątek 27 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lut	49,3 pkt.	50,1 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lut	49,4 pkt.	50,3 pkt.	-
22:00	-	Przegląd ratingu Polski przez Fitch	lut	-	-	-
poniedziałek 2 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	lut	50,3 pkt.	50,1 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	lut	48,8 pkt.	-	50,1 pkt.
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)	IV kw.	4,0% r/r (flash)	-	4,0% r/r
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lut	52,6 pkt.	48,5 pkt.	-

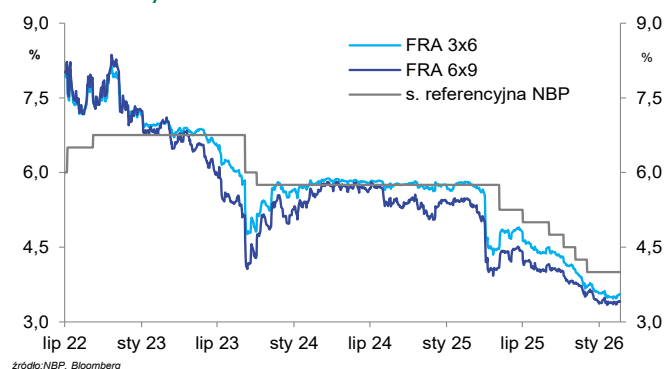
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

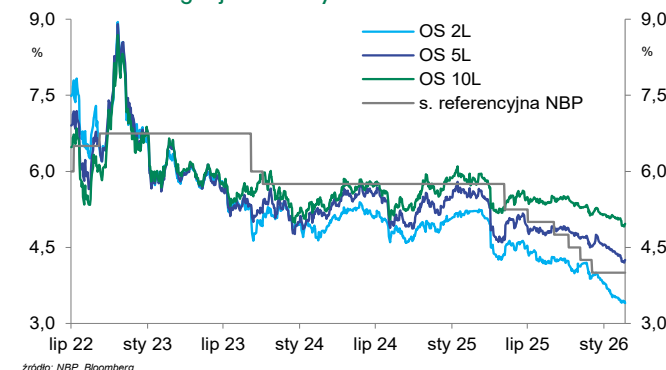
Krajowe stopy procentowe



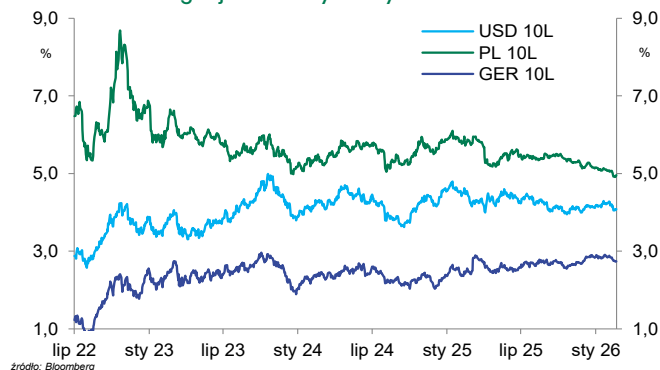
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



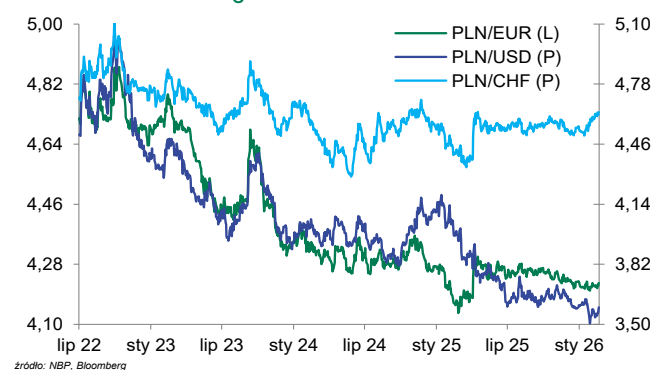
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



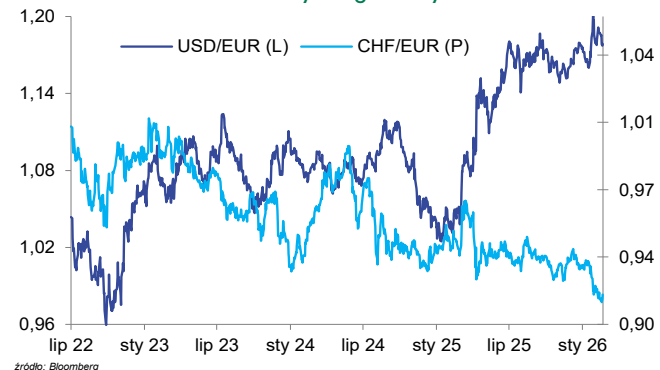
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



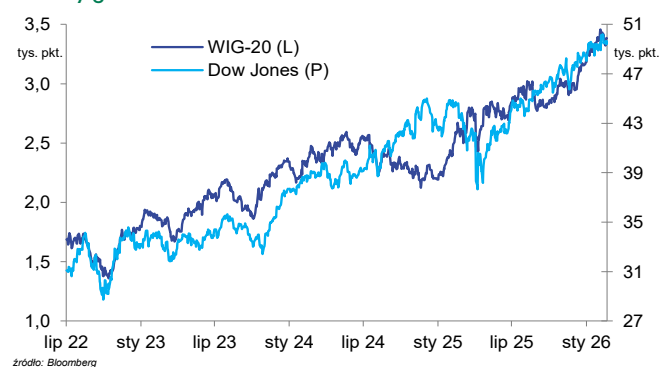
Notowania kursu złotego



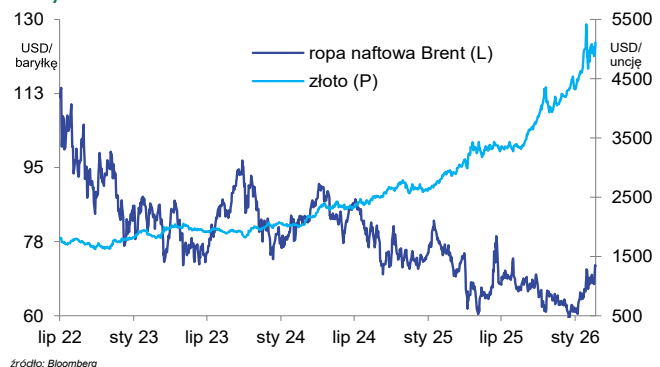
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

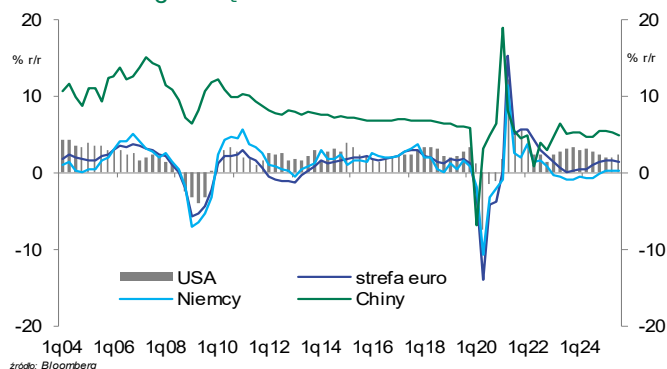


Ceny surowców

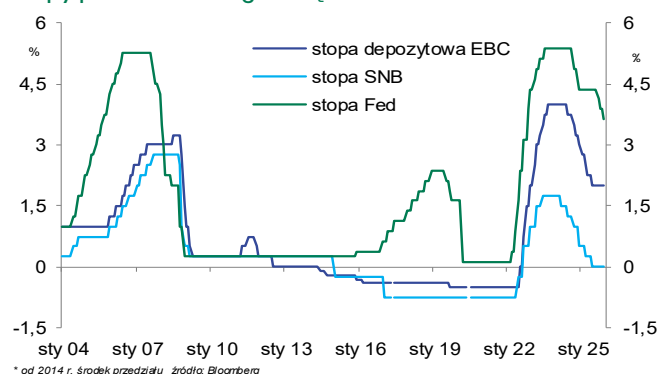


Sfera realna

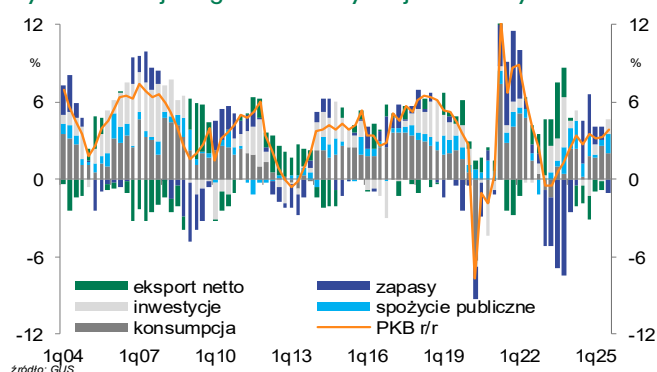
Wzrost PKB za granicą



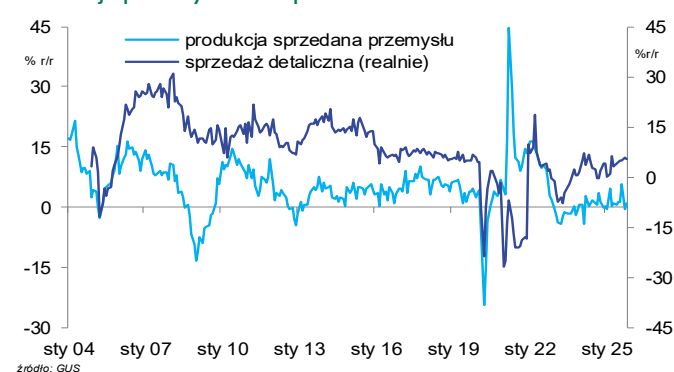
Stopy procentowe za granicą



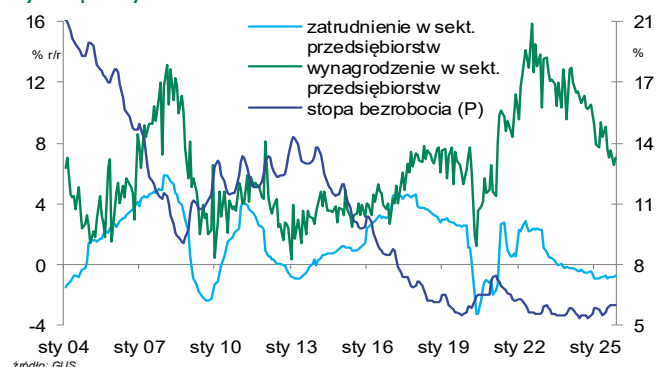
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



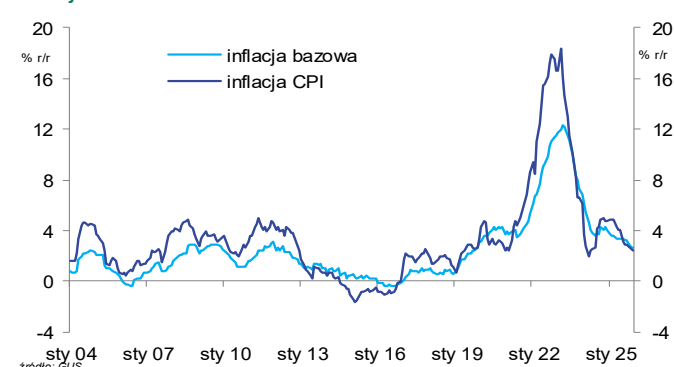
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



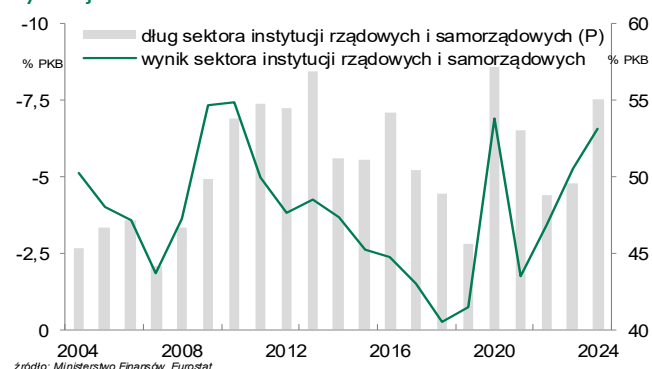
Rynek pracy



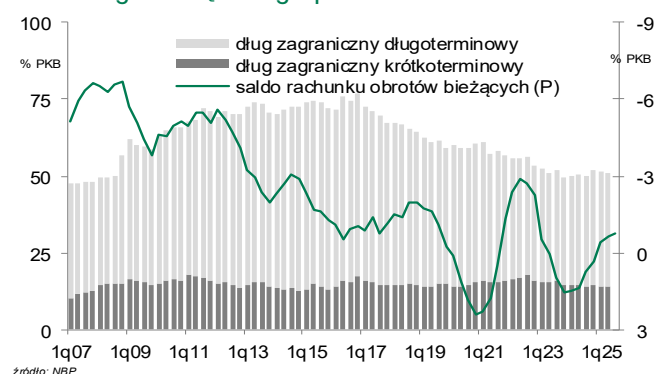
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzną gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2026	30.01.2026	06.02.2026	28.02.2026	31.03.2026	30.06.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,50	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00
Stopa referencyjna NBP	%	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa NBP	%	3,50	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00
WIBOR 3M	%	3,90	3,90	3,88	3,75	3,70	3,55
FRA 3x6	%	3,50	3,50	3,51	-	-	-
FRA 6x9	%	3,39	3,39	3,40	-	-	-
FRA 9x12	%	3,38	3,38	3,39	-	-	-
IRS 2L	%	3,61	3,61	3,61	-	-	-
IRS 5L	%	3,84	3,84	3,83	-	-	-
IRS 10L	%	4,29	4,29	4,26	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,51	3,51	3,47	3,60	3,60	3,55
Obligacje skarbowe 5L	%	4,37	4,37	4,36	4,50	4,45	4,35
Obligacje skarbowe 10L	%	5,07	5,07	5,07	5,15	5,10	5,05
PLN/EUR	PLN	4,21	4,21	4,22	4,22	4,22	4,24
PLN/USD	PLN	3,54	3,54	3,57	3,58	3,59	3,64
PLN/CHF	PLN	4,60	4,60	4,59	4,53	4,53	4,53
USD/EUR	USD	1,19	1,19	1,18	1,18	1,18	1,17
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,24	4,24	4,21	4,20	4,20	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,84	2,84	2,84	2,85	2,85	2,80

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 jakiejkolwiek 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.