

Fed wreszcie spełni oczekiwania D.Trumpa?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj, w oczekiwaniu na dzisiejszą decyzję Fed, pomimo solidnego odczytu sprzedaży detalicznej w USA, rynki akcji w Stanach były raczej spokojne. Obniżały się indeksy europejskie, w tym także WIG. W oczekiwaniu na gołębi zwrot Fed dolar tracił względem głównych walut, zaś kurs EURUSD osiągnął 4-letnie maksima w pobliżu 1,1850. Złoty nieznacznie osłabił się względem euro, zyskał z kolei względem dolara – kurs USDPLN spadł do 3,58 – najniższy od 2018. Rentowności amerykańskich papierów skarbowych pozostawały bez większych zmian przed decyzją Fedu, zaś rentowności krajowych obligacji rządowych minimalnie wzrosły.
- Wydarzeniem dnia będzie posiedzenie Fed. Oczekujemy, podobnie jak rynkowy konsensus, że Rezerwa Federalna obniży stopy o 25pb, tj. do przedziału 4,00-4,25%, zaś do końca 2025 może zredukować stopę jeszcze dwukrotnie, sprowadzając ją do przedziału 3,50-3,75%. Obniżka na dzisiejszym posiedzeniu wydaje się przesądzona – FedWatch tool ocenia prawdopodobieństwo ruchu o 25pb na 96%, zostawiając niewielki margines na głębsze cięcie. Za obniżką o 50pb potencjalnie mógłby opowiedzieć się Ch.Waller, który chciał obniżyć stopy już na posiedzeniu w lipcu. W ostatnich tygodniach uwaga Fed przesunęła się z obaw o inflację w kierunku realizacji celu maksymalnego zatrudnienia, do czego przyczyniły się rozczarowujące bieżące dane o zatrudnieniu oraz silne rewizje w dół danych historycznych.
- Na drugim planie w USA znajdują się dane z rynku nieruchomości – wstępne statystyki nt. wydanych pozwoleń na budowę w sierpniu oraz rozpoczętych budów domów w sierpniu.
- W strefie euro zostaną opublikowane ostateczne dane o inflacji HICP w sierpniu. Według wstępnego odczytu inflacja HICP wzrosła do 2,1% r/r z 2,0% r/r w lipcu, zaś inflacja bazowa pozostała na poziomie 2,3% r/r.
- W Polsce najważniejsze będą dane o koniunkturze konsumenckiej. Zakładamy, że wskaźnik koniunktury we wrześniu wzrósł do -11,5 pkt. z -12,1 pkt., podczas gdy mediana rynkowych oczekiwań jest bardziej pesymistyczna (kons.: -13,1 pkt.).
- Ponadto na dziś zaplanowano publiczne wystąpienia C.Lagarde (Prezesa EBC) oraz J.Nagela (Prezesa Bundesbanku).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

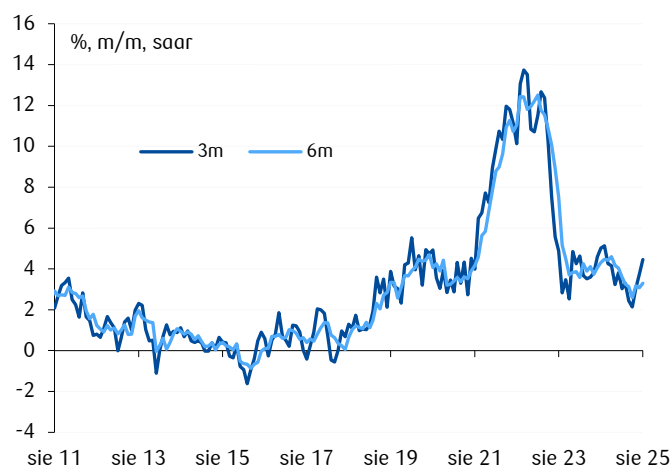
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

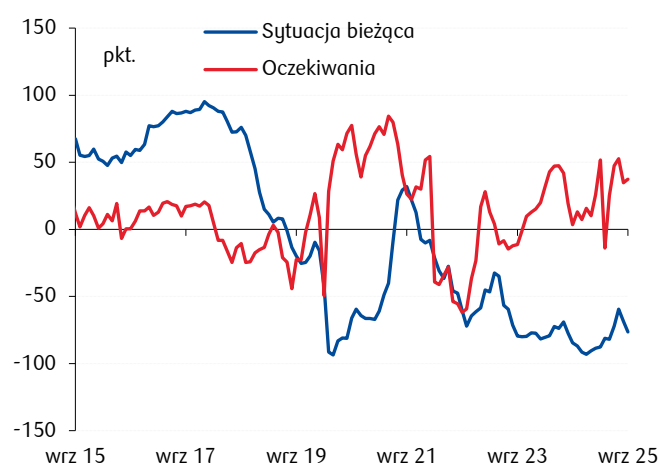
	Wartość 2025-09-16	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2530	0,1
USDPLN	3,5884	-0,7
CHFPLN	4,5559	0,2
GBPPLN	4,8874	-0,5
EURUSD	1,1852	0,8
Obligacje:		
PL2Y	4,29	-1
PL5Y	4,90	0
PL10Y	5,51	1
DE10Y	2,69	0
US10Y	4,03	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 950,8	-1,4
DAX	23 329,2	-1,8
S&P500	6 606,8	-0,1
Nikkei**	44 785,5	0,0
Shanghai Comp.**	3 878,0	0,5
Surowce:		
Złoto	3684,37	0,5
Ropa Brent	68,47	1,5

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Zannualizowany impet inflacji bazowej w Polsce



Indeks ZEW w Niemczech

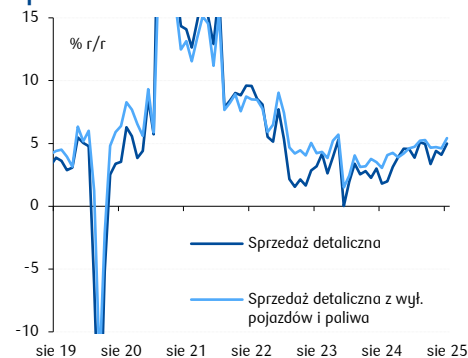


Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii w sierpniu obniżyła się do 3,2% r/r z 3,3% r/r w lipcu. Tym samym inflacja bazowa znalazła się na poziomie najniższym od stycznia 2020, gdy wyniosła 3,1% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny w kategoriach bazowych wzrosły o 0,2%. W ujęciu zannualizowanym odsezonowany impet inflacji bazowej wyniósł 4,5% oraz 3,3% dla odpowiednio 3- i 6-miesięcznej średniej geometrycznej. Dane potwierdzają stopniową normalizację procesów inflacyjnych. Prognozujemy, że do końca tego roku inflacja bazowa pozostanie w przedziale 3,1-3,3% r/r, a w kolejnym obniży się w kierunku celu inflacyjnego.
- GER:** Indeks instytutu ZEW mierzący oczekiwania analityków i inwestorów we wrześniu wzrósł nieznacznie, do 37,3 pkt. z 34,7 pkt. w sierpniu, choć oczekiwano jego spadku do 26,3 pkt. Jednocześnie wskaźnik ocen sytuacji bieżącej obniżył się trzeci miesiąc z rzędu, do -76,4 pkt. z -68,6 pkt. miesiąc wcześniej. Mierzone przez ZEW oczekiwania inflacyjne wzrosły, zarówno w Niemczech, jak i w całej strefie euro. Oceny sytuacji bieżącej kształtują się blisko kilkuletnich minimów, zaś oczekiwania są bliskie maksimów. Istotną rolę w poprawie oczekiwań miały branże zorientowane eksportowo, w tym motoryzacja, farmacja i przemysł chemiczny.
- EUR:** Produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła o 1,8% r/r po wzroście o 0,2% r/r w czerwcu, nieco powyżej oczekiwań (kons.: 1,7% r/r). W szczególności produkcja dóbr kapitałowych wzrosła o 2,1% r/r, zaś dóbr pośrednich obniżyła się o 0,9% r/r. Sektor trwałych dóbr konsumpcyjnych odnotował spadek produkcji o 0,1% r/r, zaś nietrwałych wzrost o 6,6% r/r. Dynamika w kategorii energia była ujemna i wyniosła -0,5% r/r. W ujęciu miesięcznym produkcja przemysłowa wzrosła o 0,3% sa po wcześniejszym spadku o 0,6% m/m sa. Produkcja w strefie euro jest zauważalnie niższa niż w marcowym maksimum, kiedy była dodatkowo wspierana przez przyspieszone zakupy przed wprowadzeniem amerykańskich ceł. Patrząc na dane w nieco szerszej perspektywie widzimy rysujący się od początku roku lekki trend wzrostowy.
- EUR:** Godzinowe koszty pracy w 2q25 wzrosły o 3,6% r/r sca po wzroście o 3,4% r/r sca w 1q25. W szczególności płace wzrosły o 3,7% r/r, zaś pozapłacowe składniki wynagrodzenia o 3,4% r/r. W całej Unii Europejskiej koszt godziny pracy wzrósł o 4,0% r/r sca wobec wzrostu o 4,1% r/r sca w poprzednim kwartale, zaś w Polsce o 9,5% r/r wobec 11,2% r/r w 1q25. Lekkie przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń może zaniepokoić jastrzębich przedstawicieli EBC, chociaż pozostaje ona wyraźnie niższa niż w ostatnich trzech latach.
- EUR:** M.Draghi (były prezes EBC i premier Włoch) ponownie ostrzegł UE przed utratą konkurencyjności względem Chin i USA. W rocznicę przedstawienia „raportu Draghiego” ekonomista wskazał, że w ciągu roku potrzeby inwestycyjne UE wzrosły jeszcze bardziej (z 800 mld USD do niemal 1,2 mld USD). Zwrócił uwagę, że bez szybszego wzrostu Europa nie będzie w stanie realizować swoich ambicji, a wśród kluczowych priorytetów wymienił redukcję luki innowacyjnej w zaawansowanych technologiach, przyspieszenie dekarbonizacji i wzmocnienie bezpieczeństwa gospodarczego. Ostrzegł, że bez realizacji tych planów, europejską gospodarkę czeka „powolna agonía”.
- USA:** Produkcja przemysłowa w sierpniu wzrosła o 0,1% m/m wobec spadku o 0,4% m/m w lipcu, a dane przewyższyły oczekiwania (kons.: -0,1% m/m). W ujęciu rocznym produkcja wzrosła o 0,9% po wzroście o 1,3% r/r miesiąc wcześniej.
- USA:** Sprzedaż detaliczna w sierpniu wzrosła o 0,6% m/m, a zatem w takim samym tempie jak w lipcu. Jednocześnie po wyłączeniu pojazdów sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,7% m/m, przyspieszając z 0,3% m/m miesiąc wcześniej. W ujęciu rocznym dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 5,0%

Sprzedaż detaliczna w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

z 4,1% poprzednim miesiącu (dla sprzedaży z wył. pojazdów wzrost wyniósł 5,4% r/r). Miesięczna dynamika sprzedaży samochodów i części wyhamowała do 0,5%, jednak w ujęciu rocznym wyniosła solidne 5,6%. Dane nieco rozwiewają obawy o kondycję amerykańskiego sektora konsumenckiego.

- **USA:** S.Miran został zaprzysiężony jako członek Rady Gubernatorów Fed, dzięki czemu będzie mógł uczestniczyć w dzisiejszym posiedzeniu FOMC. Jego kadencja mija 31 stycznia 2026 – w związku z wypełnieniem wakatu po A.Kugler. S.Miran zapowiedział, że będzie działał jako niezależny członek Fed, mimo jednoczesnego pozostawania przewodniczącym prezydenckiej Rady Doradców Ekonomicznych. S.Miran odmówił rezygnacji z tej funkcji, sugerując, że weźmie urlop bezpłatny. Wzbudza to obawy o niezależność S.Mirana, szczególnie biorąc pod uwagę jego bliskie związki z prezydentem D.Trumpem.
- **POL:** Zasoby mieszkaniowe na koniec 2024 wyniosły 16,0 mln mieszkań, co przekłada się na wzrost 1,2% r/r. W miastach znajdowało się 10,8 mln mieszkań. Z danych GUS wynika, że przeciętna wielkość mieszkania (wliczając także domy wolnostojące) wzrosła o 0,1 m² do 75,6 m². Przeciętna powierzchnia użytkowa na 1 osobę zwiększyła się o 0,6 m² i wyniosła 32,2 m².
- **POL:** Ministra Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej poinformowała, że do pilotażu skróconego czasu pracy zgłosiło się 1994 podmiotów. Z tej grupy zostanie wybranych kilkadziesiąt podmiotów, które będą w przyszłym roku testować skrócony czas pracy przy zachowaniu niezmiennego wynagrodzenia.
- **POL:** Z opublikowanej informacji o planowanej nowelizacji ustawy o podatku akcyzowym wynika, że Ministerstwo Finansów planuje objąć akcyzą e-papierosy, które działają na zasadzie indukcji elektromagnetycznej, poprzez wprowadzenie zmian w zakresie definicji e-papierosów. Przyjęcie projektu przez rząd jest planowane na 4q25.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 12 września						
GER: Inflacja CPI (sie., rew.)	08:00	% r/r	2,0	2,2	--	2,2
GER: Inflacja HICP (sie., rew.)	08:00	% r/r	1,8	2,1	--	2,1
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip.)	14:00	mIn EUR	651	-352	-530	-1335
POL: Eksport (lip.)	14:00	% r/r	1,9	2,6	2,8	2,7
POL: Import (lip.)	14:00	% r/r	-0,2	0,6	1,1	3,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., wst.)	16:00	pkt.	58,2	59,3	--	55,4
Poniedziałek, 15 września						
ROM: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% r/r	-0,8	2,6	--	2,3
POL: Inflacja CPI (sie., rew.)	10:00	% r/r	3,1	2,8	2,8	2,9
EUR: Bilans handlowy (lip.)	11:00	mld	8,0	12,0	--	12,4
Wtorek, 16 września						
GER: Indeks instytutu ZEW (wrz.)	11:00	pkt.	34,7	26,3	--	37,3
EUR: Produkcja przemysłowa (lip.)	11:00	% r/r	0,2	1,7	--	1,8
POL: Inflacja bazowa (sie.)	14:00	% r/r	3,3	3,1	3,1	3,2
USA: Sprzedaż detaliczna (sie.)	14:30	% m/m	0,6	0,3	--	0,6
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sie.)	14:30	%, m/m	0,3	0,4	--	0,7
USA: Produkcja przemysłowa (sie.)	15:15	% m/m	-0,4	-0,1	--	0,1
Środa, 17 września						
POL: Koniunktura konsumencka (wrz.)	10:00	pkt.	-12,1	-13,1	-11,5	--
EUR: Inflacja HICP (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,0	2,1	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie.)	14:30	mIn	1,428	1,365	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (sie., wst.)	14:30	--	1,362	1,370	--	--
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	4,50	4,25	4,25	--
Czwartek, 18 września						
NO: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,25	4,00	4,00	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	10:00	% r/r	7,6	8,0	8,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	10:00	% r/r	-0,9	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (sie.)	10:00	% r/r	2,9	1,0	-0,5	--
POL: Inflacja PPI (sie.)	10:00	% r/r	-1,2	-0,9	-0,8	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie.)	10:00	% r/r	0,6	0,5	-0,3	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	4,00	4,00	4,00	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	263	240	--	--
Piątek, 19 września						
JP: Posiedzenie BOJ	--	%	0,5	0,5	0,5	--
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	-1,5	-1,7	--	--

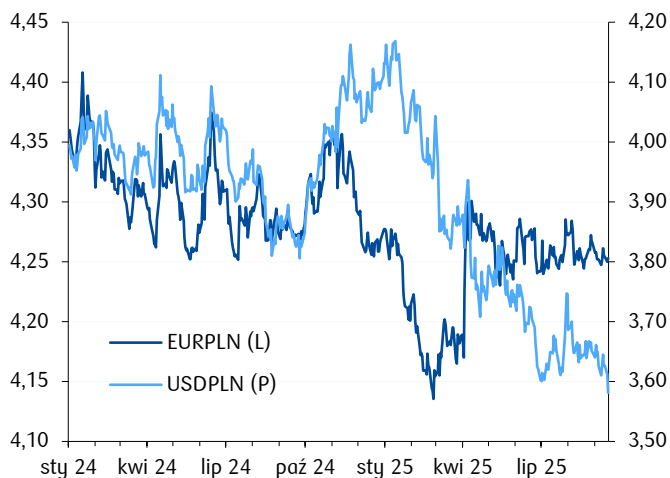
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

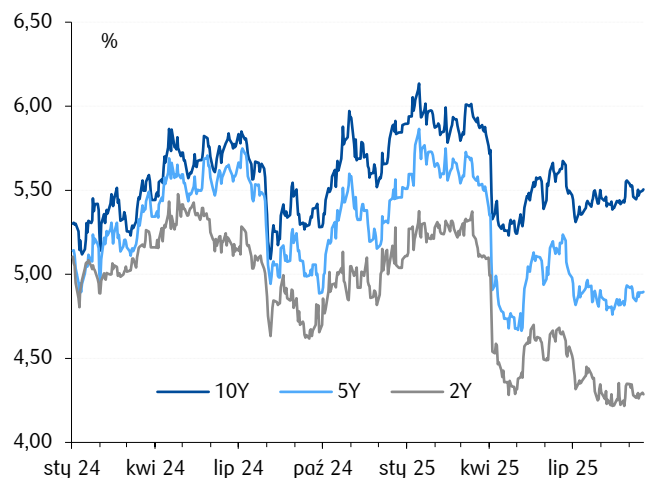
		Wartość 2025-09-16	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2530	0,1	0,0	0,2	-0,4	-9,9
	USDPLN	3,5884	-0,7	-1,0	-1,3	-6,5	-23,8
	CHFPLN	4,5559	0,2	0,0	1,0	0,5	-7,1
	GBPPLN	4,8874	-0,5	-0,4	-0,6	-3,4	-10,2
	EURUSD	1,1852	0,8	1,0	1,5	6,5	18,3
	EURCHF	0,9336	-0,1	0,1	-0,8	-0,9	-3,0
	GBPUSD	1,3657	0,5	0,9	1,1	3,6	18,3
	USDJPY	146,54	-0,6	-0,4	-0,8	3,4	1,6
	EURCZK	24,32	-0,1	-0,1	-0,5	-3,1	-0,9
	EURHUF	389,58	0,0	-0,9	-1,1	-1,3	-1,8
Obligacje	PL2Y	4,29	-1	1	3	-38	-206
	PL5Y	4,90	0	3	6	-11	-136
	PL10Y	5,51	1	4	7	19	-35
	DE2Y	2,01	-1	6	4	-23	62
	DE5Y	2,29	-1	6	-2	25	70
	DE10Y	2,69	0	3	-6	55	97
	US2Y	3,51	-3	-3	-24	-9	-24
	US5Y	3,59	-1	-1	-23	16	0
	US10Y	4,03	0	-5	-27	39	61
Akcje	WIG	105 950,8	-1,4	-0,6	-4,7	27,8	111,6
	WIG20	2 819,5	-1,6	-0,6	-5,8	20,8	85,6
	S&P500	6 606,8	-0,1	1,4	3,0	17,3	68,0
	NASDAQ100	24 274,3	-0,1	1,8	3,8	24,9	101,7
	Shanghai Composite**	3 878,0	0,5	1,9	4,0	43,4	18,8
	Nikkei**	44 771,4	0,0	3,0	2,8	23,7	56,5
	DAX	23 329,2	-1,8	-1,6	-4,5	24,6	76,9
	VIX	18,45	1,7	0,1	0,3	-3,1	-33,0
Surowce	Ropa Brent	68,5	1,5	3,1	4,1	-7,1	-26,5
	Ropa WTI	64,9	1,9	3,0	2,4	-10,1	-26,1
	Złoto	3684,4	0,5	1,3	10,9	43,1	116,2

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski, *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

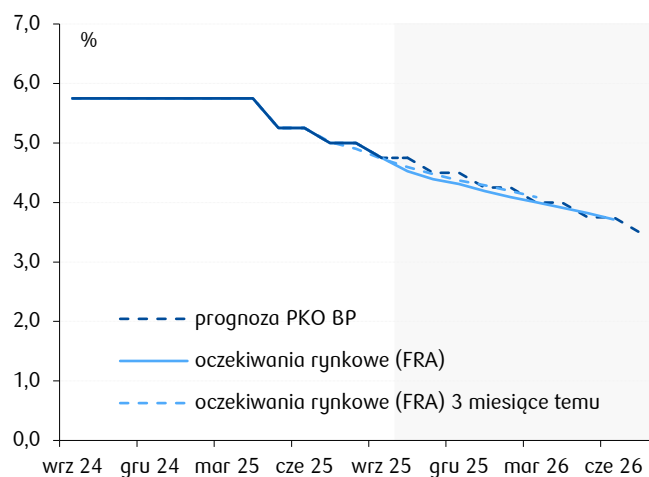
Notowania złotego wobec głównych walut



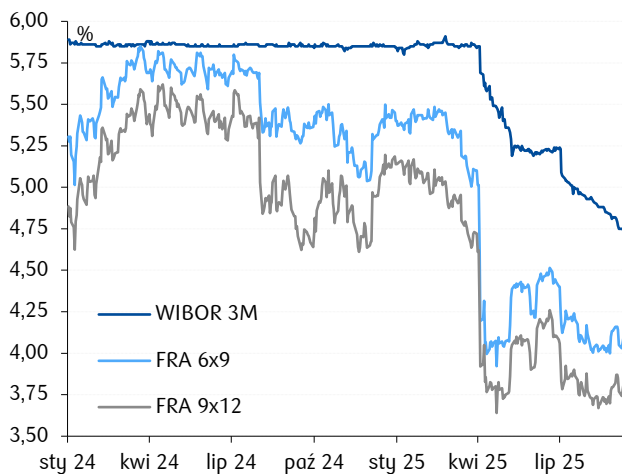
Rentowności polskich obligacji skarbowych



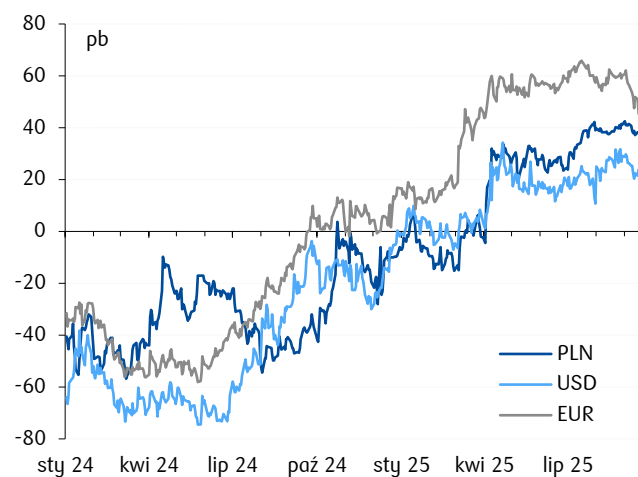
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



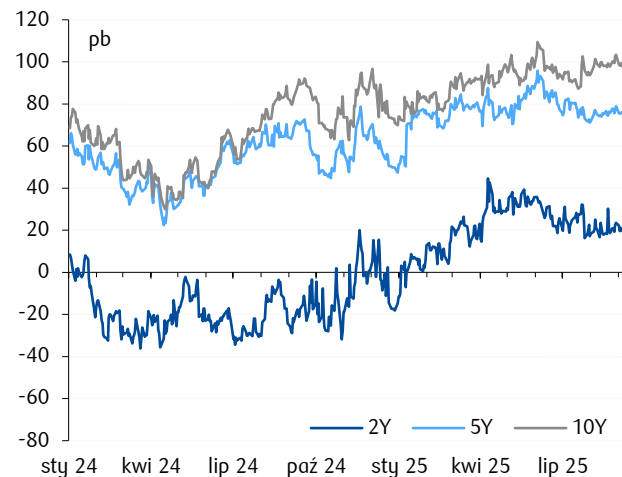
Krótkoterminowe stopy procentowe



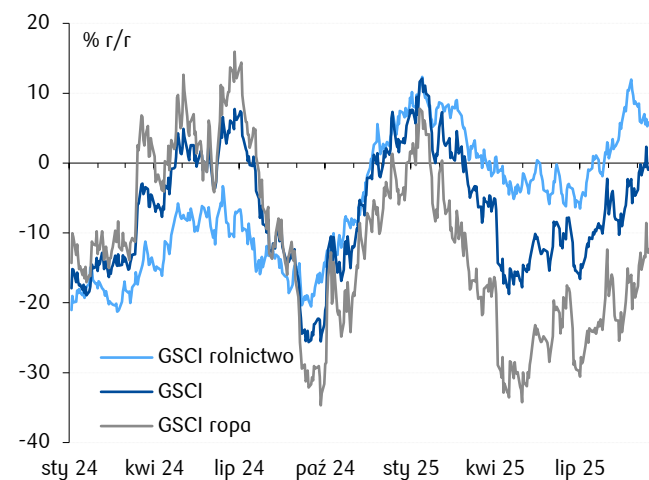
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



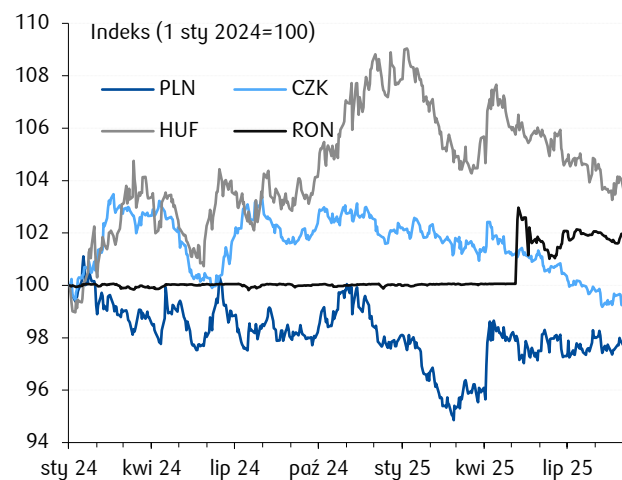
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Urszula Kryńska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.