

„Osobliwa równowaga” w USA

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Zgodna z oczekiwaniami decyzja Rezerwy Federalnej o obniżce stóp procentowych o 25pb i sugestia dwóch kolejnych ruchów w tym roku nie wywołały gwałtownej reakcji rynkowej. Nastroje inwestorów lekko schłodził natomiast niepokój Prezesa J.Powella o kondycję amerykańskiego rynku pracy. Po krótkim wzroście, indeks S&P500 zakończył dzień marginalnym spadkiem. Rentowności obligacji skarbowych nieznacznie wzrosły, a dolar umocnił się wobec euro w kierunku 1,18. Złoty lekko osłabił się względem euro i dolara.
- Dziś w centrum globalnej uwagi znajdują się posiedzenia banków centralnych Norwegii i Anglii. W przypadku Norges Banku oczekuje się obniżki stóp procentowych o 25pb, co sprowadziłoby główną stopę do poziomu 4,00%. Decyzja ta może być trudna w kontekście wzrostu inflacji CPI do 3,5% r/r w sierpniu. Norwegia utrzymuje jednak jedne z najwyższych realnych stóp procentowych w Europie, co stwarza przestrzeń do obniżek, i dziś, i w dalszej części roku, choć przy zachowaniu dużej wrażliwości Banku na wciąż wysoki wzrost płac. Bank Anglii, w obliczu rosnących oczekiwań inflacyjnych i obaw o stabilność fiskalną, najprawdopodobniej utrzyma parametry polityki pieniężnej bez zmian, zarówno na najbliższym posiedzeniu, jak i w pozostałej części roku. Inflacja w Wielkiej Brytanii pozostaje znacząco powyżej celu 2% (3,8% r/r w sierpniu), co ogranicza możliwość szybkiego luzowania. Dodatkowo, choć tempo wzrostu płac nieco słabnie, nadal pozostaje relatywnie wysokie, podtrzymując presję inflacyjną.
- W kraju kluczowe będą dane z rynku pracy oraz sektora przemysłowego i budowlanego za sierpień. Prognozujemy, że spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw był kontynuowany (kons. i PKOe: -0,8% r/r), przy utrzymującym się solidnym wzroście wynagrodzeń (8,0% r/r). Oczekujemy, że produkcja przemysłowa i budowlana obniżyły się (o odpowiednio 0,5% r/r i 0,3% r/r). Nasza prognoza jest bardziej pesymistyczna niż rynkowy konsensus, a jej podstawą jest mniejsza niż przed rokiem liczba dni roboczych. Dynamika cen producentów (PPI) w sierpniu pozostała ujemna, jednak wg nas zbliżyła się do zera (-0,8% r/r).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

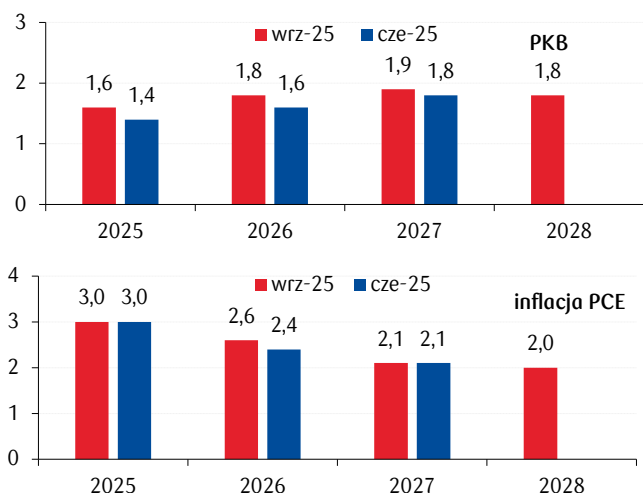
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

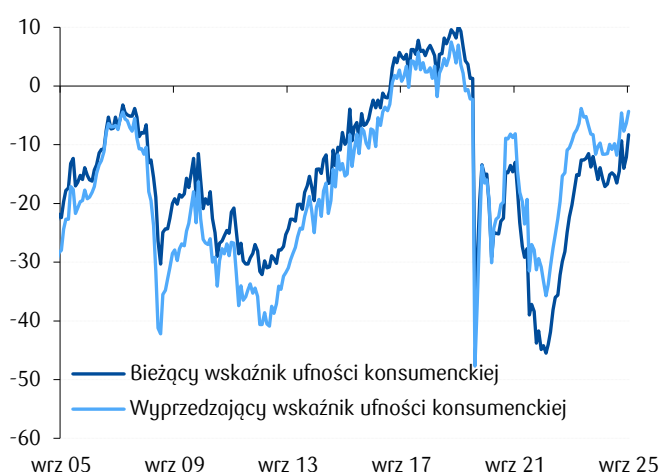
	Wartość 2025-09-17	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2523	0,0
USDPLN	3,5884	0,0
CHFPLN	4,5605	0,1
GBPPLN	4,9075	0,4
EURUSD	1,1850	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,30	1
PL5Y	4,95	5
PL10Y	5,52	1
DE10Y	2,68	-2
US10Y	4,07	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 617,3	-0,3
DAX	23 359,2	0,1
S&P500	6 600,4	-0,1
Nikkei**	45 438,9	1,2
Shanghai Comp.**	3 894,0	0,8
Surowce:		
Złoto	3685,71	0,0
Ropa Brent	67,95	-0,8

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.

Projekcje Fed



Wskaźniki ufności konsumenckiej w Polsce



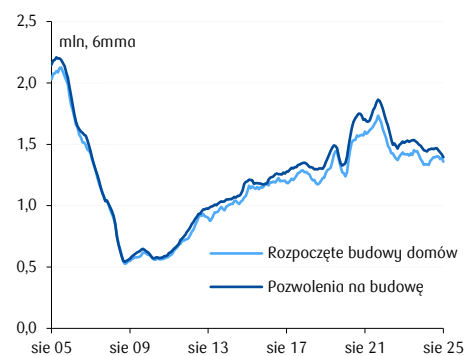
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA:** Rezerwa Federalna, zgodnie z oczekiwaniami, obniżyła stopy procentowe o 25pb do poziomu 4,00-4,25%. Decyzja nie była jednorodna – przeciwko głosował S.Miran, który opowiadał się za obniżką stóp o 50pb. Kluczowym argumentem za złagodzeniem polityki pieniężnej był wzrost ryzyka spadku zatrudnienia. Prezes J.Powell ocenił, że rynek pracy znalazł się w „osobliwej równowadze”, w której stopa bezrobocia nie rośnie istotnie dlatego, że wraz z popytem na pracę, spada też jej podaż. W takich warunkach, wg J.Powella, „nie można już mówić, że rynek pracy jest w solidnej kondycji”, co oznacza, że Fed powinien zmierzać w kierunku bardziej neutralnej polityki monetarnej, która obecnie jest restrykcyjna. Jednocześnie Prezes Fed zwrócił uwagę, że chociaż w krótkim okresie ryzyko dla inflacji przesunie się w kierunku wzrostowym, to scenariuszem bazowym pozostaje, że wpływ cel na inflację będzie krótkotrwały. **Nowe kwartalne projekcje makroekonomiczne nie zmieniły się istotnie.** Prognozy wzrostu gospodarczego w latach 2025-2026 zostały zrewidowane w górę o 0,2 pp do odpowiednio 1,6% i 1,8%. Wyższa niż w czerwcu (o 0,2pp) jest też prognoza inflacji PCE na 2026. **Nowy wykres kropkowy, pokazujący prognozę ścieżki stóp procentowych według członków Rezerwy, wskazuje, że na koniec 2025 stopy spadną do 3,6%, co oznacza jeszcze 2 obniżki w tym roku (o jedną więcej niż w projekcji z czerwca).** Na 2026 i 2027 zakładane jest po jednej obniżce o 25pb, a na 2028 – stabilizacja stóp. W czerwcu Fed zakładał mniej obniżek w 2025 (łącznie dwie) oraz po jednej obniżce w 2026 i 2027 (tak samo jak w aktualnej prognozie). Mediana prognoz stóp procentowych w długim terminie, czyli tzw. neutralnej stopy procentowej, wyniosła we wrześniu 3,0% – bez zmian wobec czerwca. **Podtrzymujemy prognozę, że Rezerwa Federalna do końca 2025 może zredukować stopy jeszcze dwukrotnie, sprowadzając *fed funds rate* do przedziału 3,50-3,75%.**
- **POL:** L.Kotecki (RPP) ocenił, że **prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w październiku wynosi 50%**, a jeśli nie nastąpi ona w przyszłym miesiącu, to będzie miała miejsce w listopadzie. Wskazał, że **do końca roku istnieje przestrzeń na jeden ruch o 25pb.** Podkreślił, że decyzja będzie zależała od inflacji bazowej i dynamiki płac, która mimo trendu spadkowego pozostaje zmienna. Za ostrożnością przemawia fakt, że CPI wolno zbliża się do celu. Jednocześnie zamrożenie cen energii w 4q25 obniży ścieżkę inflacji o około 0,6pp, co „pozwała Radzie spać spokojnie” i sprzyja dalszym obniżkom. Jeśli taryfy URE od początku 2026 znajdą się poniżej obecnych poziomów, będzie to kolejne wsparcie dla łagodzenia polityki pieniężnej. **L.Kotecki widzi docelowo przestrzeń na obniżki o 25pb w 4q25 oraz o 50pb w 2026.**
- **POL:** Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) wzrósł o 3,8 pkt. m/m, do -8,3 pkt i był najwyższy od marca 2020. Wskaźnik wyprzedzający (WWUK) wzrósł o 2 pkt. m/m do -4,3 pkt. Najmocniej poprawiły się oceny sytuacji finansowej gospodarstw (+6,3 pkt. m/m) i obecnej sytuacji kraju (+5,9 pkt. m/m). Wzrósł optymizm co do dokonywania ważnych zakupów (+3,1 pkt. m/m). Pogorszyły się jedynie oceny przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych (-0,2 pkt. m/m). We wrześniu konsumenci mniej obawiali się bezrobocia (+1,0 pkt. m/m), poprawiły się perspektywy oszczędzania (+3,1 pkt. m/m). **Lepsze nastroje konsumentów zazwyczaj przekładają się na wyższą skłonność do zakupów, co w najbliższych kwartałach będzie napędzać konsumpcję i wzrost gospodarczy.**
- **EUR:** W wypowiedziach członków Rady Prezesów EBC ujawniają się wyraźne różnice zdań dotyczące dalszych kroków w polityce pieniężnej. L.de Guindos (wiceprezes EBC) podkreślił konieczność pozostawienia otwartych wszystkich opcji i gotowości do dostosowania polityki w razie zmiany sytuacji gospodarczej. J.Stournaras (EBC i bank Grecji) zwrócił uwagę na potrzebę elastyczności, aby utrzymać wiarygodność polityki monetarnej

po okresie miękkiego lądowania gospodarki. Z kolei **J.Nagel** (EBC i Bundesbank) ostrzegł, że dalsze obniżki stóp procentowych mogą zagrozić stabilności cen w średnim terminie. **I.Schnabel** (członkini zarządu EBC) wezwała do utrzymania stóp bez zmian, argumentując, że krótkotrwały spadek inflacji nie wymusza reakcji ze strony banku. **F.Villeroy de Galhau** (EBC i Bank Francji) zaznaczył, że kolejna obniżka stóp nie jest wykluczona. **Wypowiedzi te obrazują wyraźny podział w Radzie Prezesów EBC – między gołębiami, którzy widzą przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych, a jastrzębiami, obawiającymi się utraty kontroli nad inflacją w średnim okresie.**

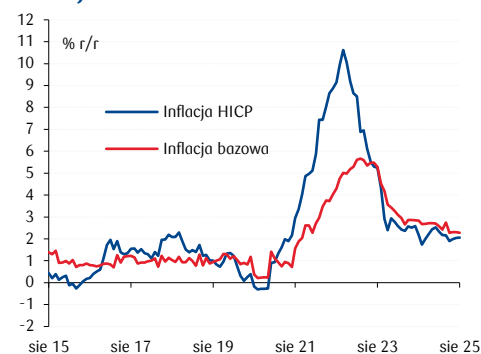
- **USA:** Sierpniowe dane z sektora nieruchomości okazały się gorsze od oczekiwań. Liczba rozpoczętych budów domów spadła o 8,6% m/m do 1,3 mld PLN w ujęciu zannualizowanym, a pozwoleń na budowę zmniejszyła się o 3,7% m/m do 1,3 mln, osiągając najniższy poziom od ponad 5 lat. Spadki te są efektem rekordowo wysokiej podaży nowych domów, niewidzianej od połowy lat 2000. Mimo obniżenia kosztów finansowania (które będą dalej spadać), nadpodaż ogranicza aktywność deweloperów. *Atlanta Fed* prognozuje, że inwestycje mieszkaniowe będą nieznacznym obciążeniem dla PKB w 3q25.
- **EUR:** Inflacja HICP w sierpniu utrzymała się na poziomie 2,0% r/r, potwierdzając wstępny odczyt. Inflacja bazowa również pozostała stabilna na poziomie 2,3% r/r. Najwyższy wzrost cen dotyczył usług, które zdrożały o 3,1% r/r, jednak dynamika ta stopniowo maleje – względem lipca o 0,1pp, a względem sierpnia 2024 o 1pp. W najbliższych miesiącach inflacja najprawdopodobniej pozostanie blisko celu 2%, gdyż wolniej rosnąć będą ceny usług, a ceny energii przestaną spadać. W UE inflacja HICP utrzymała się na poziomie 2,4% r/r. W Polsce inflacja HICP spadła do 2,7% r/r z 2,9% r/r w lipcu, co plasuje nasz kraj w połowie stawki UE. Niechlubnym liderem pozostaje Rumunia, gdzie inflacja wyniosła 8,5% r/r.
- **EUR:** W 2q25 w UE wydano 194,7 tys. decyzji azylowych w pierwszej instancji (-2% q/q, +3,2% r/r), z czego 65,7 tys. było pozytywnych, co stanowi najniższy poziom od trzech lat (-1% q/q, -34,5% r/r). Wśród przyznanych statusów dominował status uchodźcy (47,8%). Najwięcej decyzji pozytywnych wydały Hiszpania (16,1 tys., +38,9% kw/kw), Francja (14,2 tys., +12,6%) i Niemcy (13,5 tys., -13,7%). Dane wskazują na coraz bardziej selektywne i restrykcyjne podejście państw UE do pozytywnego rozpatrywania azylu. W Polsce pozytywnych decyzji azylowych w pierwszej instancji było 650, co stanowi spadek o 63% r/r. Największe spadki dotyczą uchodźców z Ukrainy, gdzie liczba pozytywnych wniosków wyniosła tylko 50 względem 840 w 2q24 oraz 1460 w 1q25 i była najniższa od rozpoczęcia wojny w Ukrainie. Rekordowa była liczba odrzuconych wniosków wobec osób z Ukrainy, a ich udział wynosił aż 90%.

Sektor nieruchomości w USA



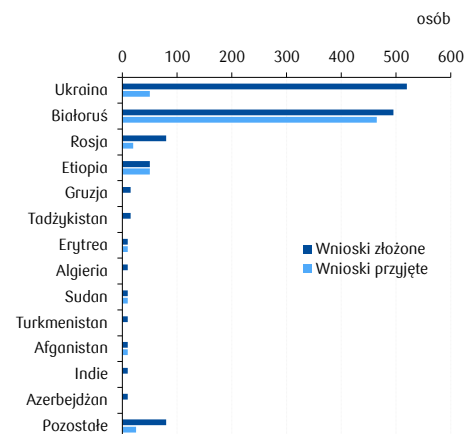
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja HICP w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Liczba wniosków o azyl w Polsce w pierwszej instancji w 2q25



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

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	mln 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	-8,3
EUR: Inflacja HICP (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,0	2,1	--	2,1
EUR: Inflacja bazowa (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	2,3
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie.)	14:30	mln	1,429	1,365	--	1,307
USA: Pozwolenia na budowę (sie., wst.)	14:30	--	1,362	1,370	--	1,312
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	4,50	4,25	4,25	4,25
Czwartek, 18 września						
NOR: 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						
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,5	0,5	0,5	--
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	-1,5	-1,7	--	--

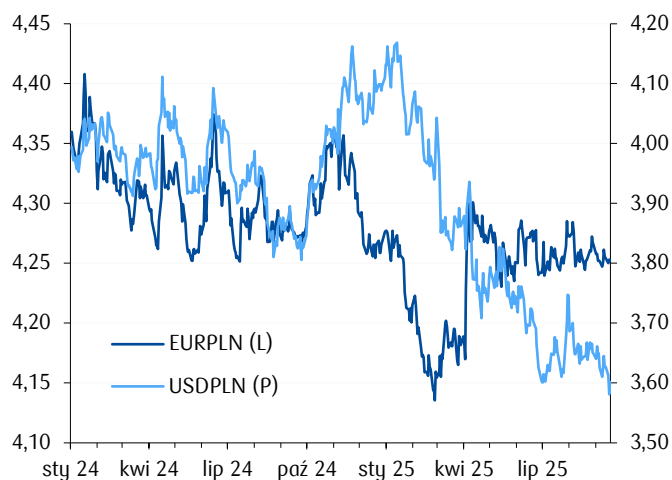
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

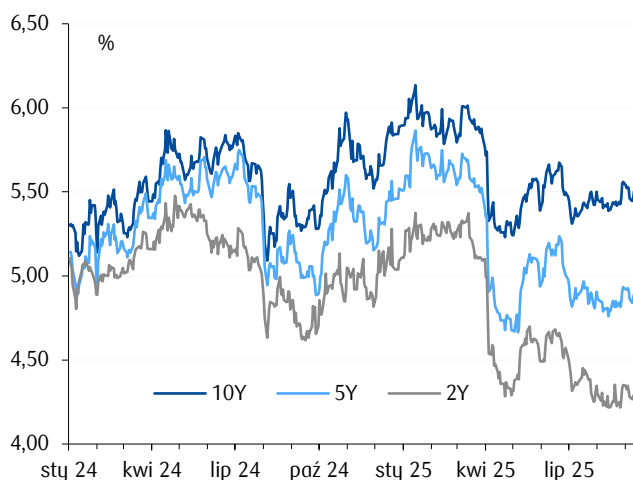
		Wartość 2025-09-17	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2523	0,0	-0,2	0,0	-0,4	-9,9
	USDPLN	3,5884	0,0	-1,2	-1,6	-6,6	-24,0
	CHFPLN	4,5605	0,1	0,1	0,5	0,4	-7,3
	GBPPLN	4,9075	0,4	-0,5	0,0	-3,3	-10,0
	EURUSD	1,1850	0,0	1,0	1,6	6,6	18,5
	EURCHF	0,9325	-0,1	-0,3	-0,5	-0,9	-2,8
	GBPUSD	1,3660	0,0	0,8	1,4	3,4	18,0
	USDJPY	146,35	-0,1	-0,7	-0,4	3,0	2,6
	EURCZK	24,33	0,0	-0,3	-0,6	-2,9	-0,8
	EURHUF	390,00	0,1	-0,7	-1,2	-1,1	-3,9
Obligacje	PL2Y	4,30	1	1	-5	-37	-222
	PL5Y	4,95	5	5	13	-8	-145
	PL10Y	5,52	1	1	9	17	-45
	DE2Y	2,01	0	5	7	-26	61
	DE5Y	2,28	0	5	1	21	72
	DE10Y	2,68	-2	2	-4	49	99
	US2Y	3,54	3	0	-20	-9	-24
	US5Y	3,64	4	5	-17	15	4
	US10Y	4,07	3	2	-22	36	65
Akcje	WIG	105 617,3	-0,3	-0,1	-4,7	27,7	110,0
	WIG20	2 813,4	-0,2	0,1	-5,7	20,9	84,1
	S&P500	6 600,4	-0,1	1,0	3,2	17,5	67,3
	NASDAQ100	24 223,7	-0,2	1,6	4,2	25,2	99,6
	Shanghai Composite**	3 894,0	0,8	2,1	3,4	43,3	20,3
	Nikkei**	45 432,1	1,2	3,6	5,9	24,9	63,3
	DAX	23 359,2	0,1	-1,2	-3,8	24,8	79,3
	VIX	17,78	-3,6	-3,3	-2,9	-5,1	-35,3
Surowce	Ropa Brent	68,0	-0,8	0,7	1,7	-7,7	-27,8
	Ropa WTI	64,4	-0,7	0,6	0,3	-10,4	-27,6
	Złoto	3685,7	0,0	1,0	10,3	43,3	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.

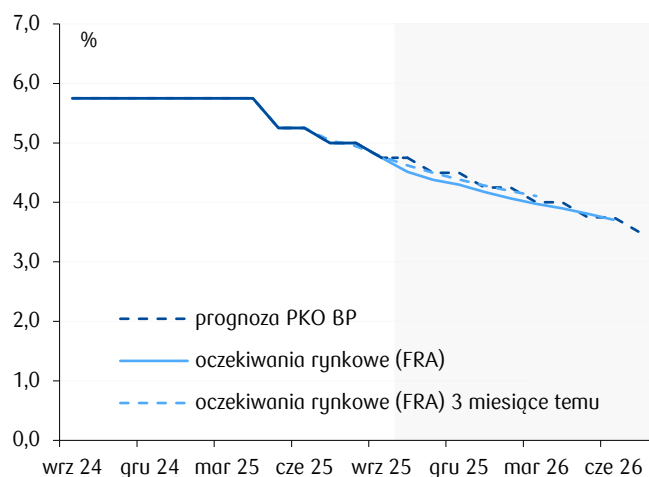
Notowania złotego wobec głównych walut



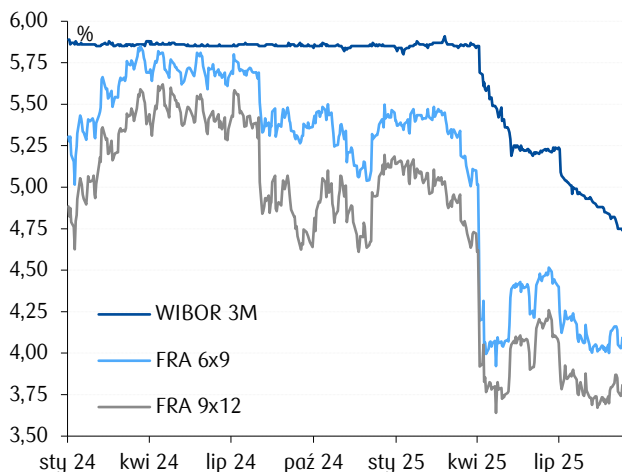
Rentowności polskich obligacji skarbowych



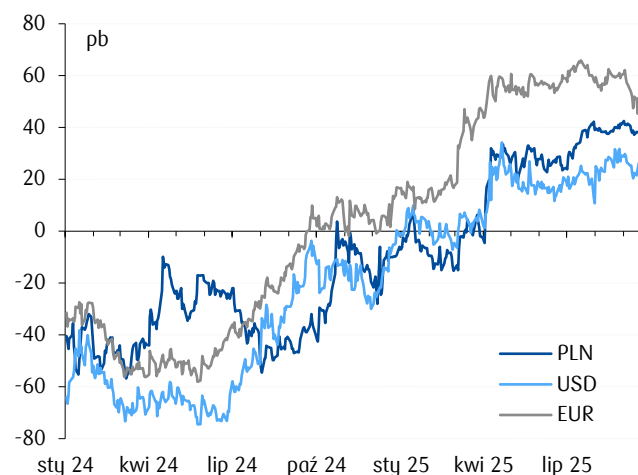
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



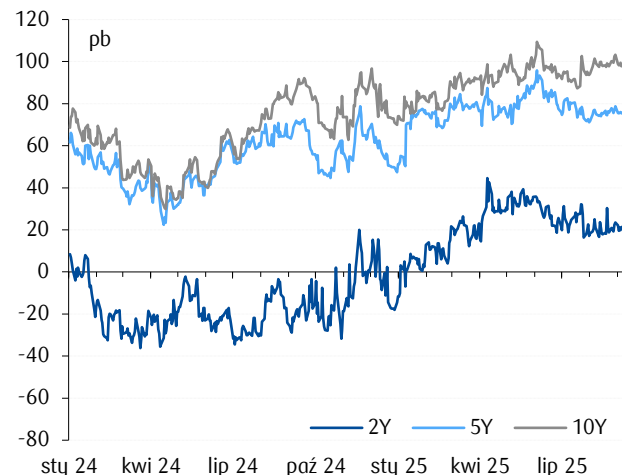
Krótkoterminowe stopy procentowe



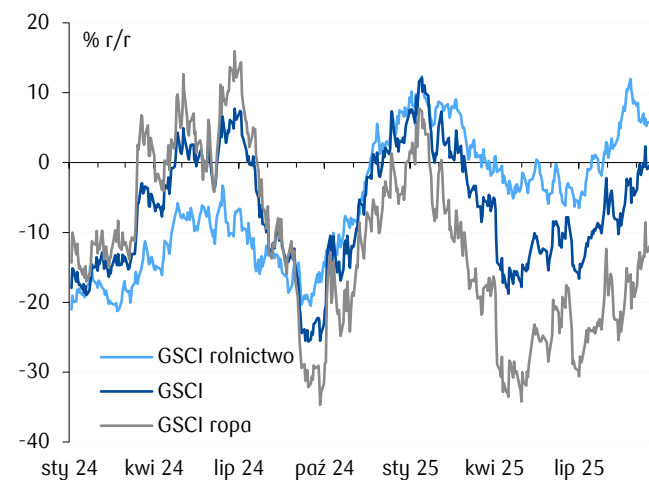
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



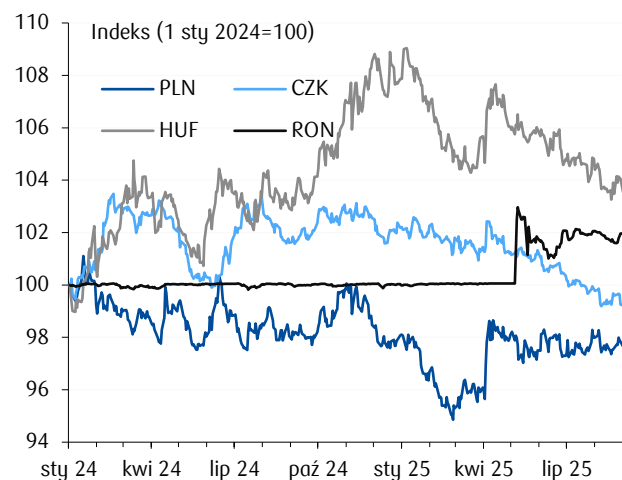
Spread asset swap dla PLN



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): Marta Petka-Zagajewska

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, usługi 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.