

Zaskakująca obniżka w Szwecji

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj na rynkach w USA inwestorzy oczekiwali na pierwsze od ubiegłotygodniowej konferencji wystąpienie prezesa J.Powella. Indeksy akcyjne na Wall Street oscylowały wokół historycznych maksimów, a kurs dolara pozostawał stabilny. Na krajowym rynku walutowym sesja przebiegała spokojnie. EURPLN zakończył dzień w okolicy 4,25, a USDPLN 3,61. Rentowności polskich SPW obniżyły się minimalnie, na co wpływ mogła mieć lekka korekta rentowności na rynkach bazowych.
- Dziś czekamy na kolejne dane o koniunkturze z Niemiec - konsensus zakłada niewielki wzrost indeksu Ifo we wrześniu.
- W USA poznamy sierpniowe dane z rynku nieruchomości. Prognozowane jest utrzymanie sprzedaży nowych domów na poziomie zbliżonym do lipca.
- W regionie EŚiW na pierwszy plan wysunie się posiedzenie czeskiego banku centralnego. Powszechnie oczekuje się, że stopy CNB pozostaną bez zmian (główna stopa na poziomie 3,50%). Czescy bankierzy obawiają się podwyższonej inflacji bazowej, proinflacyjnego wpływu ETS2 oraz rosnących oczekiwań inflacyjnych.

PRZEGŁĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Stopa bezrobocia rejestrowanego w sierpniu wzrosła do 5,5% z 5,4% w lipcu, ale jest to efekt reformy urzędów pracy, a nie procesów ekonomicznych. W wyniku złagodzenia niektórych wymogów względem osób zarejestrowanych jako bezrobotne (np. zniesienie obowiązku potwierdzenia gotowości do podjęcia pracy) od czerwca liczba wyrejestrowań ze stanu bezrobocia pozostaje obniżona. Jednak pozytywne sezonowe tendencje są widoczne w spadku nowo zarejestrowanych bezrobotnych. Liczona przez Eurostat zharmonizowana stopa bezrobocia dotychczas nie wzrosła i pozostaje na poziomie jednym z najniższych w UE (3,1% w lipcu).
- POL:** P.Litwiniuk (RPP) powiedział, że listopadowa obniżka stóp o 25pb to minimalny ale i optymalny poziom. Zwrócił uwagę, że obecnie sojusznikami dezinflacji są poziom złotego i ceny surowców, a w tej sytuacji „schodzenie zbyt głęboko byłoby ryzykowne”. P.Litwiniuk powiedział, że na tę chwilę nie

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

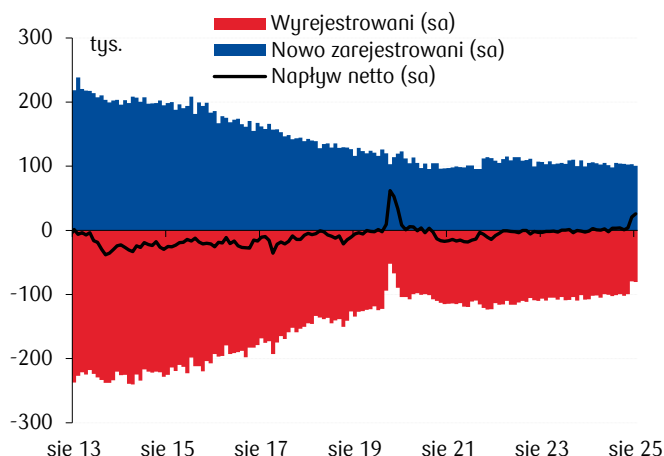
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

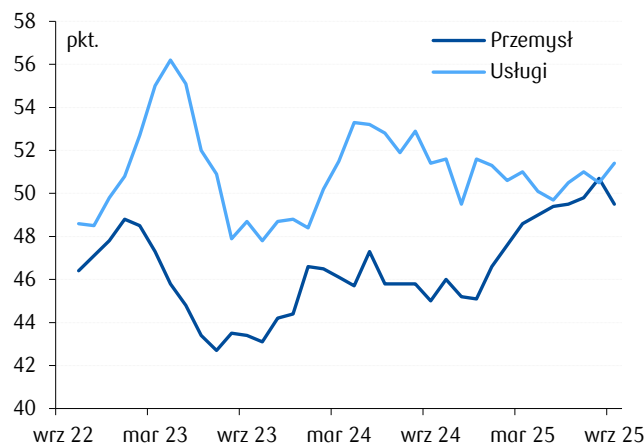
	Wartość 2025-09-23	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2578	0,1
USDPLN	3,6095	-0,1
CHFPLN	4,5520	-0,1
GBPPLN	4,8760	0,1
EURUSD	1,1796	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,30	-1
PL5Y	4,88	-1
PL10Y	5,50	-1
DE10Y	2,75	0
US10Y	4,11	-4
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 866,7	0,5
DAX	23 611,3	0,4
S&P500	6 656,9	-0,6
Nikkei**	45 519,0	0,1
Shanghai Comp.**	3 845,9	0,6
Surowce:		
Złoto	3779,06	1,4
Ropa Brent	67,63	1,6

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.

Przepływy do i ze stanu bezrobocia



PMI w strefie euro

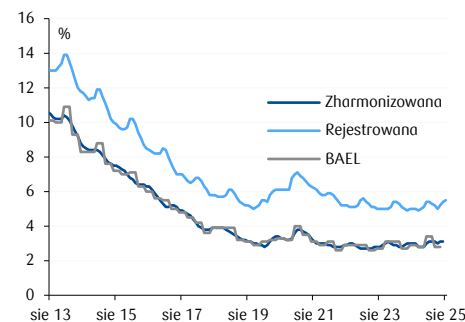


Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

ma informacji, które wykluczałyby scenariusz obniżki stóp do poziomu o 1pp ponad cel inflacyjny.

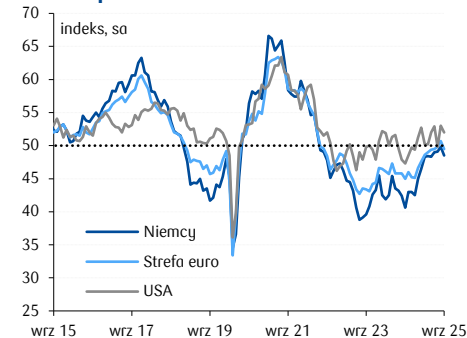
- **POL:** Nowe zamówienia w przemyśle w sierpniu były wyższe niż przed rokiem o 2,9%, a wzrost przyspieszył wobec 2,5% r/r w lipcu. Poprawa w ujęciu rocznym miała swoje źródła głównie w popycie krajowym. Zamówienia eksportowe wciąż rosły wolniej (o 0,7% r/r w sierpniu wobec 1,3% r/r w lipcu).
- **EUR:** Wskaźnik PMI w przetwórstwie we wrześniu spadł do 49,5 pkt. z 50,8 pkt., kończąc trwający jeden miesiąc okres „nierecesyjny” (indeks powyżej 50 pkt.). Pogorszenie koniunktury w przemyśle wynikało m.in. ze słabszych niż przed miesiącem danych z Niemiec (PMI spadł do najniższego poziomu od 4 miesięcy i wyniósł 48,5 pkt.). Z kolei PMI w usługach strefy euro wzrósł do 51,4 pkt. z 50,5 pkt. Tu również na pierwszy plan, ale tym razem pozytywnie, wysuwają się Niemcy, gdzie odnotowano poprawę indeksu do poziomu najwyższego od 8 miesięcy (52,5 pkt. wobec 49,3 pkt. w sierpniu).
- **USA:** Indeks PMI w przemyśle we wrześniu obniżył się do 52 pkt. wobec 53 pkt. w sierpniu, pozostając wyraźnie powyżej poziomu neutralnego. Dane, wskazujące na utrzymującą się ekspansję sektora, były zbliżone do oczekiwań (kons.: 52,2 pkt.). Indeks koniunktury w usługach we wrześniu wyniósł 53,9 pkt. i marginalnie spadł z bardzo wysokiego poziomu w sierpniu.
- **SWE:** Riksbank nieoczekiwanie obniżył stopę procentową o 25pb do 1,75% (kons. i PKOe: 2,00%) – poziomu najniższego od 3 lat. Była to trzecia obniżka w tym roku. Decyzję wsparła ocena, że wzrost inflacji jest przejściowy a oczekiwane ożywienie aktywności gospodarczej i poprawa sytuacji na rynku pracy opóźniają się. Bank wskazał w komunikacie, że stopa referencyjna pozostanie na obecnym poziomie przez jakiś czas, jeśli utrzymają się prognozy dotyczące inflacji i aktywności gospodarczej. Najnowsza prognoza Riksbanku zakłada, że na tym poziomie stopy utrzymają się do 3q26, co wpisuje się w nasz scenariusz jednej obniżki o 25pb w 2025. Redukcja stóp nastąpiła jednak wcześniej niż zakładaliśmy.
- **HUN:** MNB pozostawił bez zmian referencyjną, 3-miesięczną depozytową stopę, na poziomie 6,50%. Była to dziesiąta taka decyzja z rzędu. Rozstrzygnięcie MNB jest zgodne z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami i wynika z utrzymywania się podwyższonej inflacji.
- **USA:** Prezes Fed J.Powell powiedział, że sytuacja Rezerwy Federalnej jest wymagająca, ponieważ krótkookresowe ryzyka dla inflacji są skierowane w górę, natomiast dla zatrudnienia w dół. Dodał, że wystąpiło istotne osłabienie zarówno popytu na pracę, jak i podaży pracy, a na mniej dynamicznym i słabszym rynku pracy ryzyka dla perspektyw zatrudnienia wzrosły. J.Powell podkreślał jednak, że Fed musi pozostać wyczulony na możliwość, iż cła trwale wpłyną na inflację. Stwierdził, że ostatnie wzrosty cen były w dużej mierze spowodowane łańcuchami, ale zakłada, że będzie to efekt przejściowy (jednorazowy). M.Bowman (zarząd Fed) powiedział, że FOMC musi działać zdecydowanie i zmniejszać stopień restrykcyjności polityki pieniężnej, ponieważ rynek pracy słabnie. Tym samym potwierdziła swoje gołębie nastawienie prezentowane już wcześniej. W innym tonie wypowiadał się A.Goolsbee (Chicago Fed), który podkreślił, że należy zachować ostrożność w obniżaniu stóp, biorąc pod uwagę wzrostową trajektorię inflacji, chociaż jednocześnie przyznał, że „ostatecznie, w umiarkowanym tempie, stopy mogą dość wyraźnie spaść, jeśli uda się uporać ze stagflacją”.
- **POL:** Premier D.Tusk poinformował, że Polska ponownie otworzy przejścia graniczne z Białorusią o północy ze środy na czwartek w związku z zakończeniem manewrów Zapad. Zastrzegł jednocześnie, że jeśli wzrośnie napięcie, to Polska nie zawaha się ponownie zamknąć granicy.

Stopy bezrobocia w Polsce



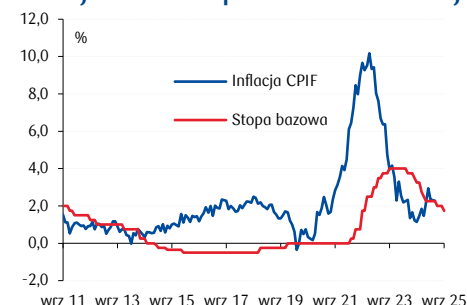
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

PMI w przetwórstwie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPIF i stopa bazowa w Szwecji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **ŚWIAT:** OECD podniosła swoje prognozy wzrostu globalnego PKB w 2025 w górę do 3,2% wobec 2,9% we wcześniejszej, czerwcowej projekcji. W 2026 światowy PKB ma wzrosnąć o 2,9%, bez zmian wobec wcześniejszej prognozy. W latach 2025-2026 wzrost PKB ma wynieść w USA odpowiednio 1,8% r/r i 1,5% r/r; w strefie euro: 1,2% r/r i 1,0% r/r, a w Chinach 4,9% r/r i 4,4% r/r. **Inflacja w krajach G20 ma spaść z 3,4% r/r w 2025 do 2,9% r/r w 2026.**

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 19 września						
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,5	0,5	0,5	0,5
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	-1,5	-1,7	--	-2,2
Poniedziałek, 22 września						
POL: Sprzedaż detaliczna (sie.)	10:00	% r/r	4,8	3,6	4,1	3,1
POL: Podaż pieniądza M3 (sie.)	14:00	% r/r	10,8	11,0	10,9	11,1
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., wst.)	16:00	pkt.	-15,5	-15,0	--	-14,9
Wtorek, 23 września						
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	2,00	2,00	2,00	1,75
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	9:30	pkt.	49,8	50,0	--	48,5
GER: PMI w usługach (wrz., wst.)	9:30	pkt.	49,3	49,5	--	52,5
POL: Stopa bezrobocia (sie.)	10:00	%	5,4	5,5	5,5	5,5
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	10:00	pkt.	50,7	50,8	--	49,5
EUR: PMI w usługach (wrz., wst.)	10:00	pkt.	50,5	50,9	--	51,4
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	15:45	pkt.	53,0	51,9	--	52,0
Środa, 24 września						
GER: Indeks Ifo (wrz.)	10:00	pkt.	89,0	89,5	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie.)	16:00	tys	652	653	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (sie., rew.)	16:00	mln	1,312	--	--	--
Czwartek, 25 września						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	8:30	mldEUR	1,141	800	--	--
HUN: Stopa bezrobocia (sie.)	8:30	%	4,3	4,3	--	--
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	0,00	0,00	0,00	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,4	3,4	--	--
USA: Bilans handlowy (sie.)f	14:30	mld USD	-103,6	-95,2	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	-0,5	3,3	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,6	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	231	234	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie.)	16:00	mln	4,01	3,98	--	--
Piątek, 26 września						
USA: Dochody Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,4	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,5	0,5	--	--
USA: Deflator PCE (sie.)	14:30	% r/r	2,6	2,7	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (sie.)	14:30	% r/r	2,9	2,9	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., rew.)	16:00	pkt.	58,2	55,4	--	--

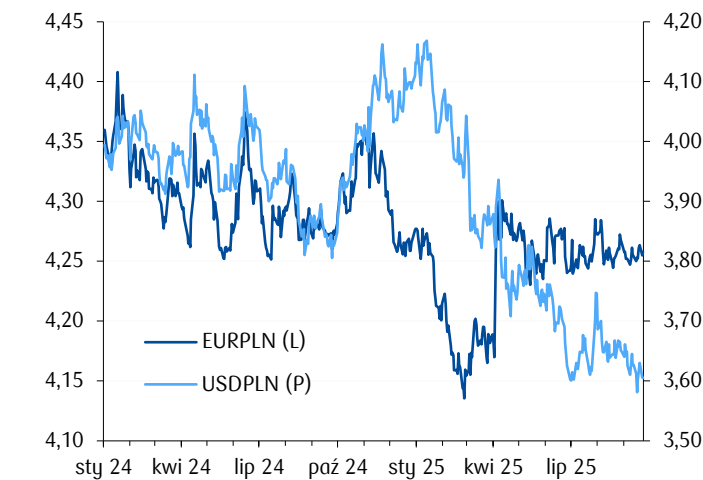
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

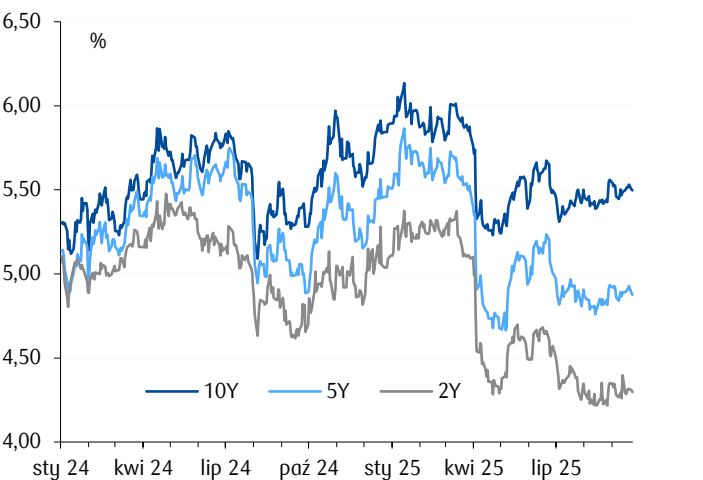
		Wartość 2025-09-23	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2578	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-10,0
	USDPLN	3,6095	-0,1	0,6	-1,3	-5,5	-23,7
	CHFPLN	4,5520	-0,1	-0,1	0,1	0,8	-7,2
	GBPPLN	4,8760	0,1	-0,2	-1,1	-4,5	-9,8
	EURUSD	1,1796	0,2	-0,5	1,2	5,8	18,0
	EURCHF	0,9354	0,1	0,2	-0,2	-0,8	-3,0
	GBPUSD	1,3525	0,2	-1,0	0,3	1,0	18,5
	USDJPY	147,77	-0,1	0,8	0,2	2,8	2,8
	EURCZK	24,25	0,0	-0,3	-1,2	-3,5	-1,6
Obligacje	EURHUF	389,86	0,3	0,1	-1,6	-1,2	-2,2
	PL2Y	4,30	-1	1	8	-52	-230
	PL5Y	4,88	-1	-2	6	-12	-165
	PL10Y	5,50	-1	-1	7	9	-69
	DE2Y	2,03	1	2	8	-7	30
	DE5Y	2,33	1	5	6	38	49
	DE10Y	2,75	0	6	3	62	81
	US2Y	3,59	-2	8	-9	5	-37
	US5Y	3,67	-3	8	-7	20	-8
Akcje	US10Y	4,11	-4	8	-15	37	54
	WIG	105 866,7	0,5	-0,1	-2,5	27,1	114,9
	WIG20	2 819,1	0,6	0,0	-3,0	20,6	88,3
	S&P500	6 656,9	-0,6	0,8	3,0	16,1	72,6
	NASDAQ100	24 580,2	-0,7	1,3	4,5	23,2	107,4
	Shanghai Composite**	3 848,2	0,7	-0,4	-0,5	34,4	23,2
	Nikkei**	45 514,1	0,0	1,4	7,4	20,0	64,4
	DAX	23 611,3	0,4	1,2	-2,2	24,3	86,3
	VIX	18,34	1,6	-0,6	8,6	1,6	-33,0
Surowce	Ropa Brent	67,6	1,6	-1,2	0,6	-10,0	-25,4
	Ropa WTI	63,8	1,2	-1,7	0,3	-11,9	-24,5
	Złoto	3779,1	1,4	2,6	11,8	42,8	126,8

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

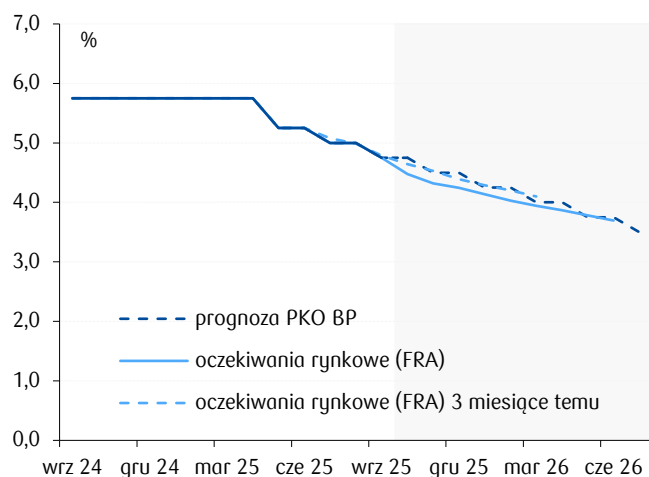
Notowania złotego wobec głównych walut



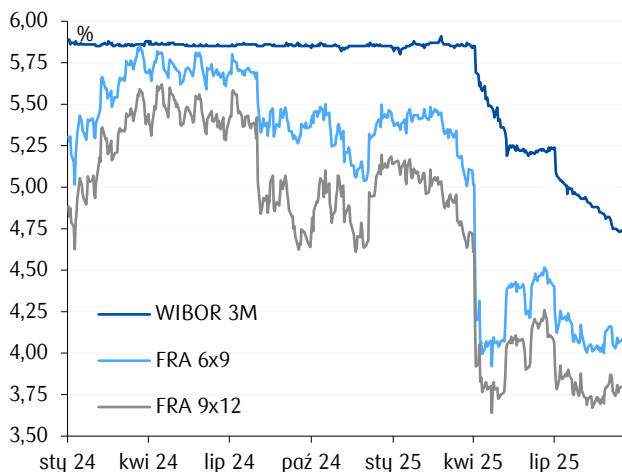
Rentowności polskich obligacji skarbowych



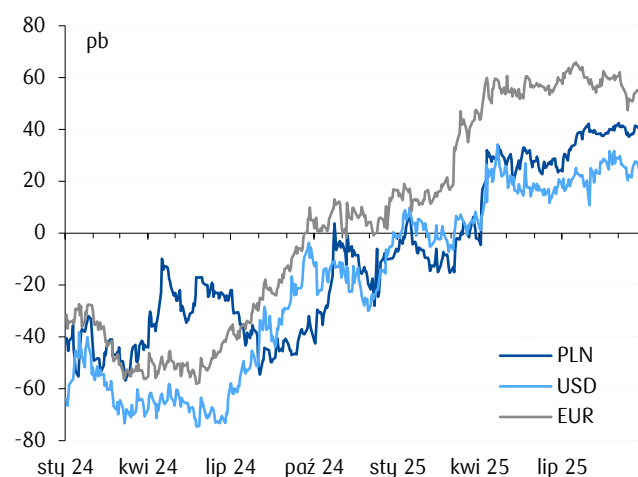
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



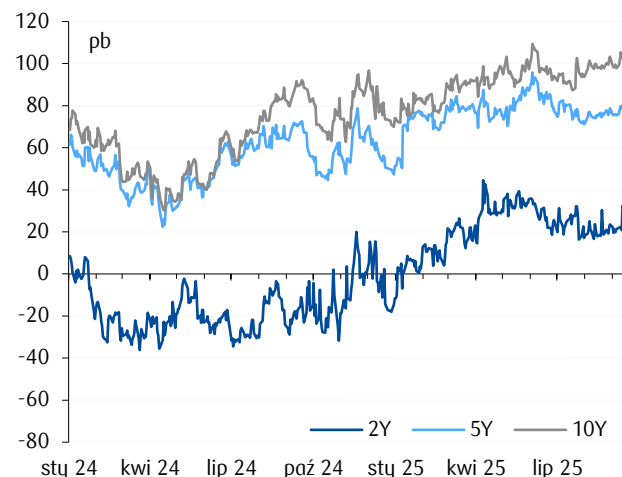
Krótkoterminowe stopy procentowe



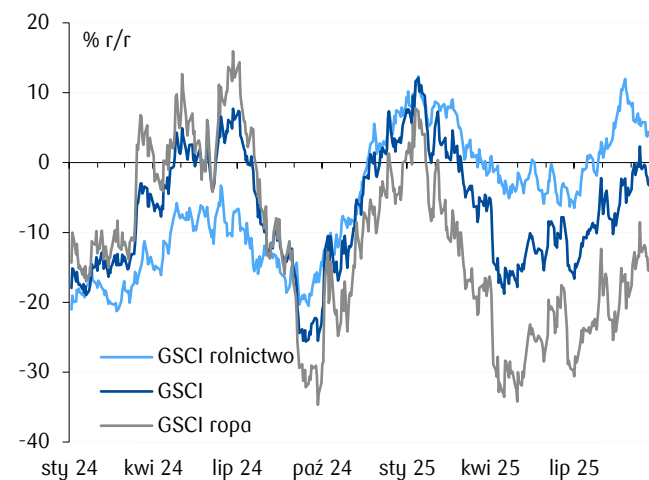
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



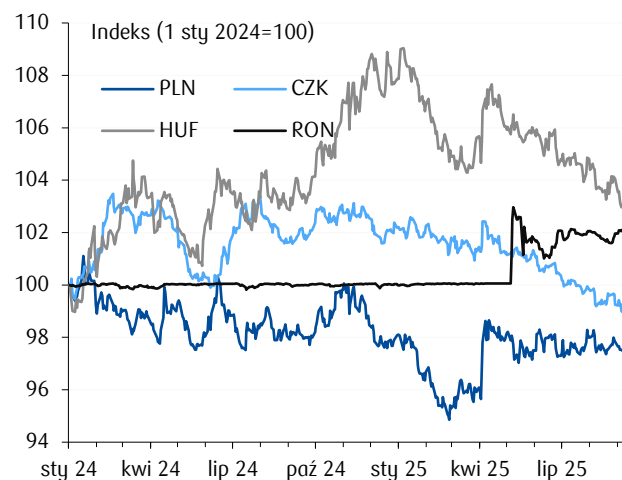
Spread asset swap dla PLN



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, 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.