

Sprzedaż domów w USA najwyższa od 3 lat

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsza sesja na Wall Street rozpoczęła się od marginalnych spadków, podczas gdy na giełdach europejskich nie obserwowaliśmy istotnych zmian. Wypowiedzi przedstawicieli Fed, tonujące oczekiwania na obniżki stóp, nie wpłynęły na ich rynkowe wyceny ani rentowności obligacji w USA i na pozostałych rynkach bazowych, ale wyraźnie umocniły dolara. Kurs USD obniżył się z 1,18 do 1,1740, co nie sprzyjało walutom *emerging markets*. Złoty osłabił się do dolara o ok. 0,7%, do ponad 3,63, ale nieznacznie tracił również w relacji do euro. Ceny miedzi na świecie osiągnęły wczoraj nowy tegoroczny rekord.
- Dziś w centrum uwagi będą decyzja w sprawie stóp procentowych w Szwajcarii oraz dane z USA** (tygodniowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych, rewizja PKB za 2q25 oraz bilans handlowy i informacje z rynku nieruchomości za sierpień). Równie istotne dla rynków mogą być zaplanowane na dziś kolejne **wypowiedzi przedstawicieli Fed** (M.Barr, M.Bowman, M.Daly, L.Logan, J.Schmid, J.Williams).
- Zakładamy, zgodnie z konsensusem, że SNB nie zmieni parametrów polityki pieniężnej.** Stopa bankowa w Szwajcarii spadła już do 0%, (przy inflacji 0,2% r/r w sierpniu), a prognozy wzrostu gospodarczego nie są zbyt optymistyczne (instytut KOF z Zurychu zrewidował ostatnio projekcję wzrostu na 2026 do 0,9% r/r z 1,5% r/r poprzednio). Przedstawiciele SNB wprowadzili sygnał, że są gotowi w razie potrzeby wrócić do stosowanej ostatnio trzy lata temu polityki ujemnych stóp, ale biorąc pod uwagę potencjalne szkody, jakie może ona wyrządzić systemowi finansowemu, poprzeczka dla takiego ruchu jest wyższa niż w przypadku konwencjonalnego luzowania. Dotychczas istotne dla SNB było to, że inflacja jest na ścieżce wzrostowej.
- W USA kolejna rewizja danych o PKB nie powinna wzbudzić dużych emocji** (według ostatniego szacunku PKB wzrósł o 3,3% saar po spadku o 0,5% saar w 1q25, dzięki redukcji importu i lekkiemu przyspieszeniu dynamiki konsumpcji). Zaskoczeniem nie powinien też być niewielki **spadek sprzedaży domów na rynku wtórnym w sierpniu**. Z uwagi na niepokój Fed dot. kondycji rynku pracy większe niż zazwyczaj zainteresowanie mogą wzbudzić tygodniowe **dane o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych**. Według konsensusu ich liczba powinna pozostać na poziomie zbliżonym do 230 tys.

Biurowe Analizy Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

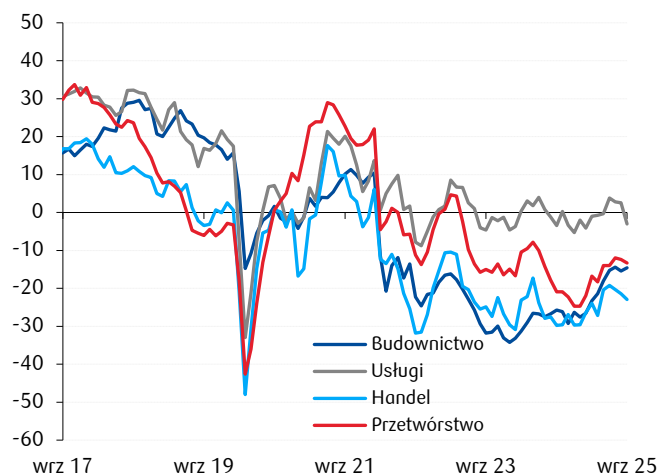
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

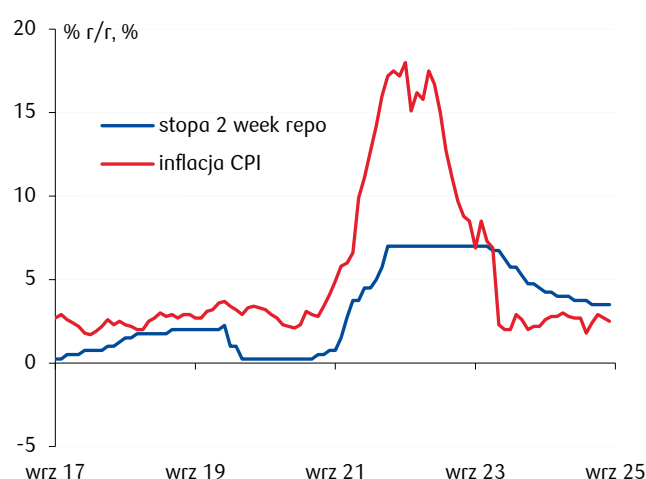
	Wartość 2025-09-24	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2675	0,2
USDPLN	3,6340	0,7
CHFPLN	4,5730	0,5
GBPPLN	4,8875	0,2
EURUSD	1,1744	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,29	-1
PL5Y	4,88	0
PL10Y	5,50	0
DE10Y	2,75	0
US10Y	4,15	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	106 520,9	0,6
DAX	23 666,8	0,2
S&P500	6 638,0	-0,3
Nikkei**	45 739,4	0,2
Shanghai Comp.**	3 849,9	-0,1
Surowce:		
Złoto	3754,11	-0,7
Ropa Brent	69,31	2,5

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.

Indeks Ifo dla Niemiec – rozbieżności sektorowe



Stopa procentowa w Czechach na tle inflacji CPI

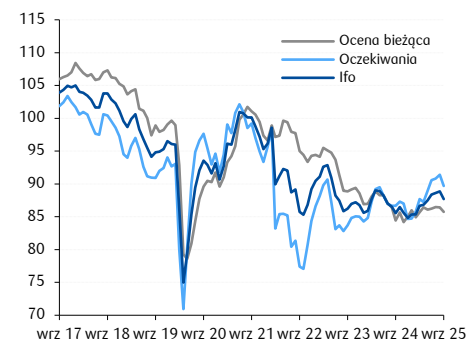


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

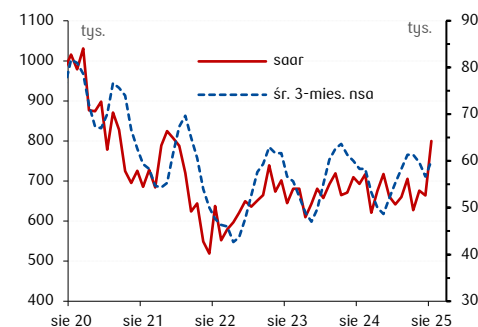
- **GER:** Indeks nastrojów przedsiębiorców niemieckich Ifo we wrześniu obniżył się do 87,7 pkt. wobec 88,9 pkt. w sierpniu, przerywając trwający od marca okres poprawy. Dane rozczarowały - oczekiwano wzrostu do 89,5 pkt. Pogorszyły się zarówno oceny obecnej sytuacji, jak i indeks oczekiwań. We wrześniu wzrósł pesymizm w przemyśle, gdzie portfel nowych zamówień się skurczył. Pogorszył się także klimat biznesowy w usługach, zwłaszcza w sektorze transportu i logistyki oraz w handlu hurtowym. Nieznaczne odbicie widoczne było natomiast w budownictwie i handlu detalicznym. Spadek Ifo może mieć związek powrotem do debaty politycznej nad działaniami oszczędnościowymi i wygasaniem optymizmu, który pojawił się po ogłoszeniu bodźca fiskalnego (500 mld EUR).
- **CZE:** CNB utrzymał główną stopę procentową na poziomie 3,50% po raz trzeci z rzędu. Decyzja była jednomyślna i zgodna z oczekiwaniami. Ton komunikatu po posiedzeniu znów był jastrzębi, a perspektywy wciąż postrzegane są jako zasadniczo proinflacyjne. Do czynników ryzyka inflacyjnego dodano potencjalny wpływ wdrożenia ETS2 w 2027. Prezes A.Michl stwierdził, że mocniejsza korona była jednym z powodów, dla których uznano, że nie ma potrzeby zacieśniania warunków monetarnych. Podtrzymujemy założenie, że CNB nie zmieni stóp do końca roku.
- **USA:** Sprzedaż nowych domów w sierpniu wzrosła do 800 tys. w ujęciu rocznym (saar), poziomu najwyższego od 2022, znacznie przewyższając oczekiwania kształtujące się na poziomie 653 tys. i sprzedaż z lipca (664 tys. saar). Wzrost w ujęciu miesięcznym wyniósł 20,5% saar oraz 15,4% r/r. Tak duża zmiana nie mogła być efektem spadku rynkowych stóp procentowych - oprocentowanie 30-letnich hipotek w sierpniu wynosiło ok. 6,60%, a zaczęło spadać dopiero we wrześniu (obecnie 6,37%, minimalnie 6,13% 16 września, dzień przed posiedzeniem FOMC). Jednocześnie trudno byłoby oczekiwać natychmiastowej reakcji w poziomie sprzedanych domów - obniżki stóp z dużym opóźnieniem przekładają się na rynek nieruchomości. Dane naszym zdaniem nie oznaczają jeszcze zmiany tendencji na rynku nieruchomości, wciąż mierzącym się z ograniczonym popytem. Średnia 3-miesięczna surowych danych (nsa i niezannualizowanych) mieści się w przedziale obserwowanym w ostatnich latach. Zwiększone zakupy mogły mieć związek z promocjami deweloperów (deklarowało je 39% sprzedawców), wymuszonymi ograniczonym dotychczas popytem i koncentrowały się w południowych stanach. Warto też pamiętać o dużej wahliwości danych i częstych rewizjach - 90% przedział ufności dla szacunku +20,5% saar obejmuje przedział (-1,3% : +42,3%). Jednocześnie medianowa cena wzrosła o 4,7% r/r (przedział ufności od -2,6% do 12,0%). Jednorazowe zaskoczenie w górę tak zmiennych i często rewidowanych danych nie powinno ograniczyć skłonności FOMC do obniżek stóp procentowych.
- **USA:** Biuro budżetowe Białego Domu poinformowało agencje federalne by przygotowały się do "masowych zwolnień" podczas "zamknięcia rządu", które może się rozpocząć 1 października, jeśli Kongres do tego czasu nie przedłuży finansowania. Gdyby tak się stało oznaczałoby to istotną zmianę względem wcześniejszych okresów "zamknięcia rządu", kiedy to pracownicy inni niż krytyczni byli tymczasowo wysyłani na urlop przymusowy, ale później przyjmowani z powrotem do pracy, a wynagrodzenie było wypłacane z opóźnieniem.
- **USA:** M.Daly (szefowa Fed z San Francisco) stwierdziła, że dalsze obniżki stóp są prawdopodobnie konieczne, ale odpowiednie decyzje powinny być podejmowane ostrożnie.
- **EUR:** P.Cipollone (EBC) powiedział, że nie dostrzega poważnych zagrożeń dla inflacji w żadnym kierunku, a obecny poziom stóp procentowych uważa za

Klimat biznesowy Ifo w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Sprzedaż nowych domów w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

dobrze skalibrowany. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli EBC wpisują się w scenariusz braku obniżki stóp w br., z jej ewentualną możliwością w grudniu, gdyby kolejne projekcje zmieniły bilans czynników ryzyka dla inflacji.

- **POL:** M.Kightley (wiceprezes NBP) powiedziała, że inflacja w 2026 zależy będzie od cen energii. Wskazała, że planowane na 2027 wejście w życie ETS2 będzie stanowić poważne zagrożenie dla kształtowania się inflacji, a obecna dynamika płac stwarza ryzyko dla inflacji w średnim okresie, ponieważ wynagrodzenia rosną szybciej niż wydajność. Wiceprezes NBP oceniła, że wysoki deficyt fiskalny wynika głównie ze wzrostu wydatków socjalnych i rosnących wynagrodzeń w sektorze publicznym (w tym ochronie zdrowia), a wydatki obronne odpowiadały tylko za ok. 20% przyrostu deficytu i długu w latach 2021-2024. Na pytanie czy istnieje miejsce na obniżki stóp odpowiedziała, że RPP nie podejmuje decyzji z wyprzedzeniem, lecz obserwuje napływające dane i prognozy. Według M.Kightley Rada dostrzega, że z jednej strony wygasają zjawiska, które podwyższały inflację w poprzednich kwartałach, ale widzi ryzyko ze strony poluzowania polityki fiskalnej, wciąż wysokiej dynamiki płac, obserwowanego ożywienia konsumpcji czy dalszego kształtowania się cen energii.
- **POL:** Główna ekonomista EBOiR B.Javorcik powiedziała, że EBOiR podniósł prognozy wzrostu PKB dla Polski w latach 2025-26 o 0,2pp, odpowiednio do 3,5% i 3,4%. Wskazała, że Polska ma dużą i zróżnicowaną gospodarkę, przez co jest bardziej odporna na wstrząsy zewnętrzne niż mniejsze państwa regionu. Tym samym wzrost PKB Polski w 2026 ma być najszybszy w regionie.
- **POL:** Minister MFIPR K.Pełczyńska-Nałęcz liczy, że jeszcze w tym tygodniu rząd przyjmie rewizję KPO. Ministerstwo czeka jeszcze na otrzymanie zmian w sprawie 2 kwestii z łącznie 125. MFIPR poinformowało, że w ramach funduszy UE na lata 2021-27 zarejestrowano wydatki w wysokości 53 mld PLN, a do KE skierowano wnioski o płatność na 37 mld PLN. Zawarto niemal 20 tys. umów o dofinansowanie, w których kwota dofinansowania z UE wynosi łącznie 163 mld PLN.

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	--	87,7
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	3,50
USA: Sprzedaż nowych domów (sie.)	16:00	tys	664	653	--	800
USA: Pozwolenia na budowę (sie., rew.)	16:00	mln	1,312	--	--	1,330
Czwartek, 25 września						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	8:30	mld EUR	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	--	--

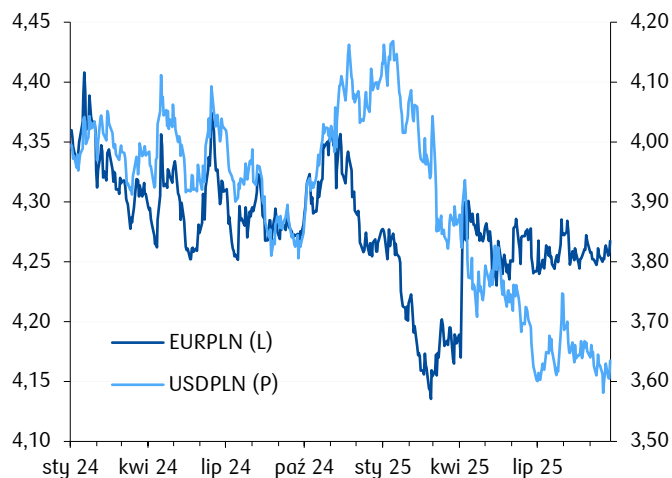
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

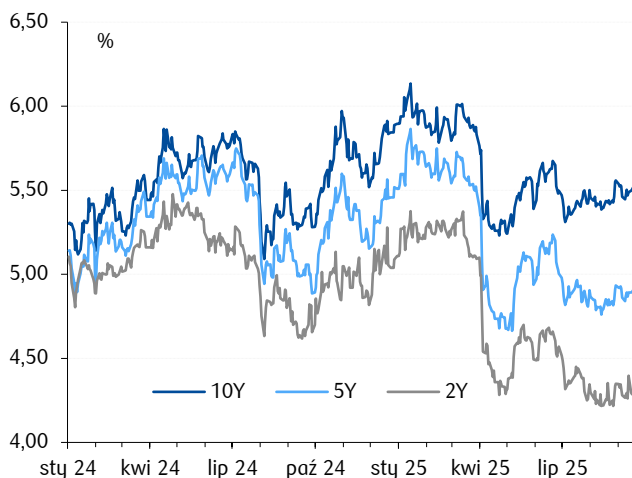
		Wartość 2025-09-24	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2675	0,2	0,4	-0,1	0,0	-10,6
	USDPLN	3,6340	0,7	1,3	-1,4	-4,9	-24,8
	CHFPLN	4,5730	0,5	0,3	-0,2	1,6	-8,7
	GBPPLN	4,8875	0,2	-0,4	-1,2	-4,3	-10,6
	EURUSD	1,1744	-0,4	-0,9	1,3	5,1	18,9
	EURCHF	0,9332	-0,2	0,1	0,1	-1,6	-2,1
	GBPUSD	1,3452	-0,5	-1,5	-0,1	0,6	18,7
	USDJPY	148,73	0,6	1,6	0,6	3,0	3,2
	EURCZK	24,31	0,3	-0,1	-1,0	-3,3	-1,4
	EURHUF	391,00	0,3	0,3	-1,5	-1,1	-4,0
Obligacje	PL2Y	4,29	-1	-1	3	-45	-225
	PL5Y	4,88	0	-3	3	-12	-159
	PL10Y	5,50	0	-2	4	8	-64
	DE2Y	2,02	0	2	11	-11	27
	DE5Y	2,33	-1	4	9	31	49
	DE10Y	2,75	0	7	5	56	86
	US2Y	3,60	1	6	-2	5	-39
	US5Y	3,72	4	8	1	19	0
	US10Y	4,15	3	8	-9	36	63
Akcje	WIG	106 520,9	0,6	0,9	-0,3	27,1	115,3
	WIG20	2 828,8	0,3	0,5	-1,0	20,6	87,4
	S&P500	6 638,0	-0,3	0,6	2,4	16,0	75,1
	NASDAQ100	24 503,6	-0,3	1,2	4,0	22,7	110,6
	Shanghai Composite**	3 849,9	-0,1	-0,7	1,3	32,9	23,5
	Nikkei**	45 746,6	0,3	2,1	7,6	20,8	67,5
	DAX	23 666,8	0,2	1,3	-1,6	25,1	85,4
	VIX	18,04	-1,6	1,5	6,7	-1,5	-36,0
Surowce	Ropa Brent	69,3	2,5	2,0	1,9	-5,6	-22,8
	Ropa WTI	65,4	2,6	1,5	1,4	-7,1	-21,6
	Złoto	3754,1	-0,7	1,9	10,8	41,1	125,1

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

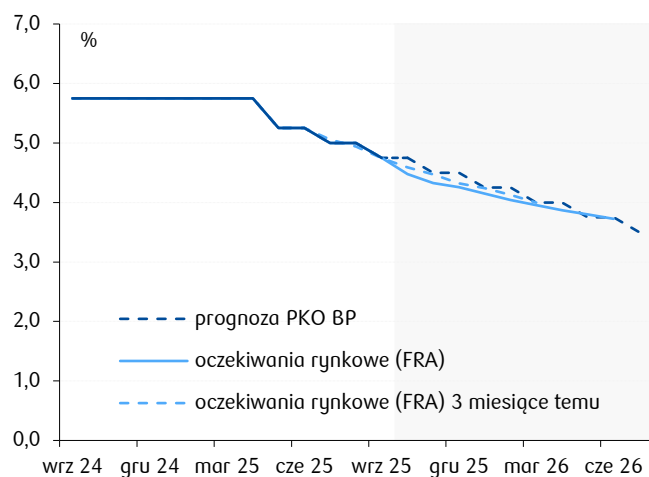
Notowania złotego wobec głównych walut



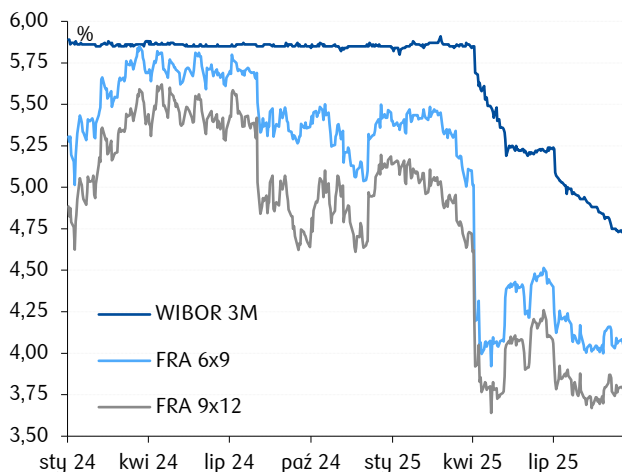
Rentowności polskich obligacji skarbowych



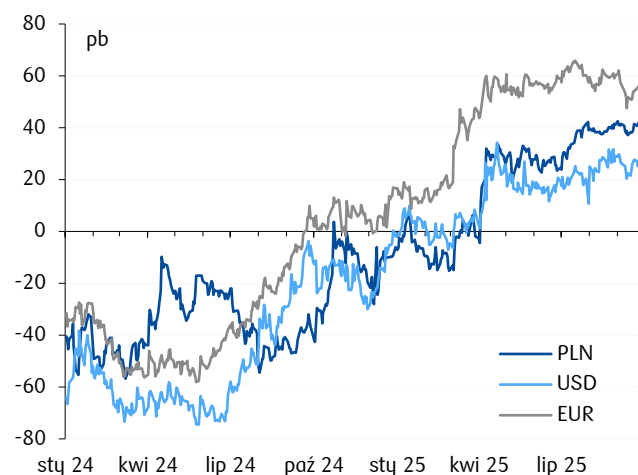
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



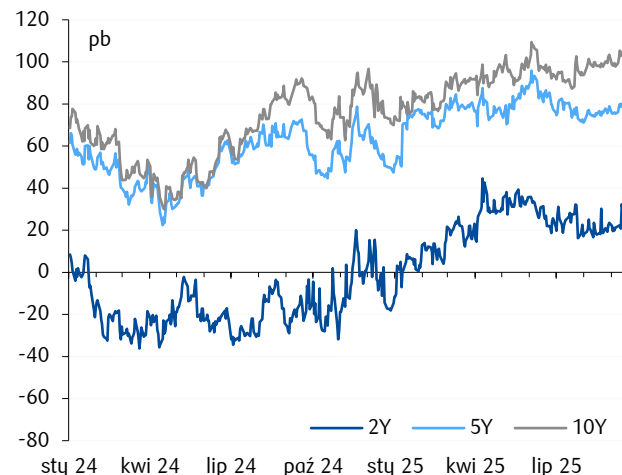
Krótkoterminowe stopy procentowe



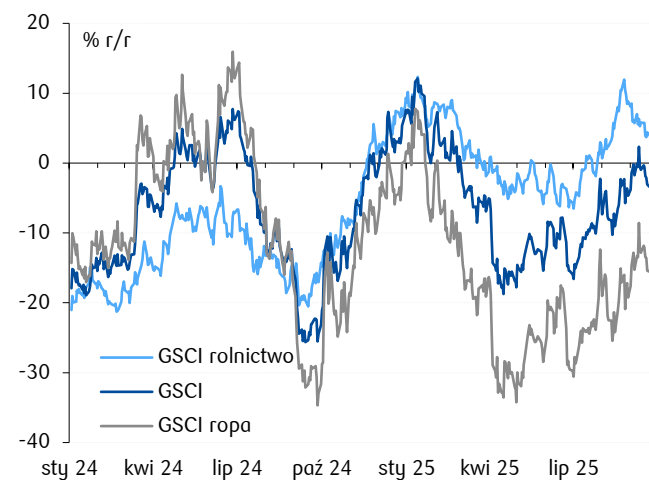
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



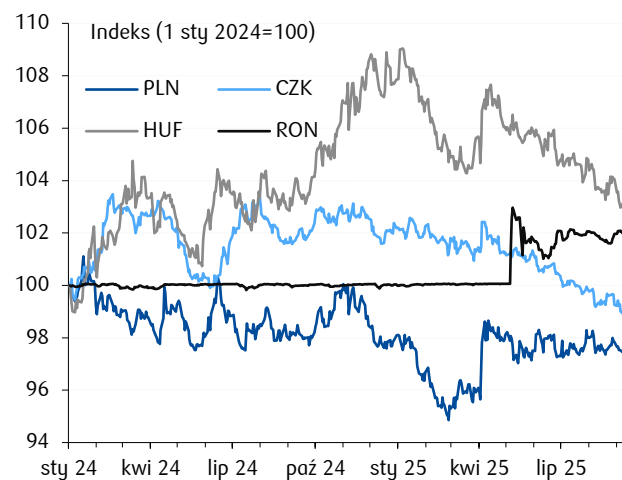
Spread asset swap dla PLN



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.