

Seria dobrych danych z USA i kolejna runda ceł

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsze lepsze od oczekiwań dane z USA nie zdołały zahamować spadków na Wall Street, które kontynuowane były czwarty dzień z rzędu. Zwiększyły jednak obawy, że skłonność Fed do obniżek stóp zmaleje. W efekcie rentowności amerykańskich obligacji wzrosły, a dolar umocnił się wobec głównych walut. Ogłoszenie przez D.Trumpa 100% ceł na leki, 25% ceł na pojazdy ciężkie oraz meble miało negatywny, choć ograniczony wpływ na nastroje inwestorów – kontrakty na amerykańskie i azjatyckie indeksy akcyjne nieznacznie spadły. Spadki obserwowaliśmy także na giełdach europejskich, w tym na warszawskiej GPW. Złoty wczoraj ponownie osłabił się do dolara, ale pozostawał względnie stabilny wobec euro.
- Z USA napłyną dane potencjalnie istotne dla kolejnych decyzji Fed - inflacja PCE, dochody i wydatki Amerykanów i finalny indeks nastrojów konsumentów wg Uniwersytetu Michigan. Dziś wypowiadać się też będą M.Bowman i T.Barkin z Fed oraz P.Cipollone i J.Escriva z EBC.
- Konsensus zakłada, że inflacja PCE za sierpień może wzrosnąć do 2,7% r/r z 2,6% r/r w lipcu, a inflacja bazowa PCE pozostanie na poziomie 2,9% r/r. Wcześniej opublikowany raport o inflacji CPI za sierpień pokazał wzrost impetu inflacji, co najpewniej zapowiada początek materializacji proinflacyjnego wpływu ceł.
- Według wstępnych danych indeks Uniwersytetu Michigan we wrześniu spadł do 55,4 pkt. z 58,2 pkt w sierpniu. Pogorszenie wynikało przede wszystkim z bardziej pesymistycznego nastawienia konsumentów do przyszłości, jednocześnie pogorszyła się ocena sytuacji bieżącej. **Dodatkowo wzrosły oczekiwania inflacyjne** - w perspektywie 5 lat do 3,9% z 3,5% w sierpniu, natomiast w perspektywie roku utrzymały się na poziomie 4,8%.
- Sierpień był najpewniej dość dobrym miesiącem dla wydatków Amerykanów, które według prognoz utrzymały wzrost na poziomie 0,5% m/m. To zwiastuje też lepszy od oczekiwań wynik sprzedaży detalicznej.
- W kraju rząd zajmie się dziś projektem strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2026-2029 oraz projektem uchwały w sprawie zmian w KPO.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

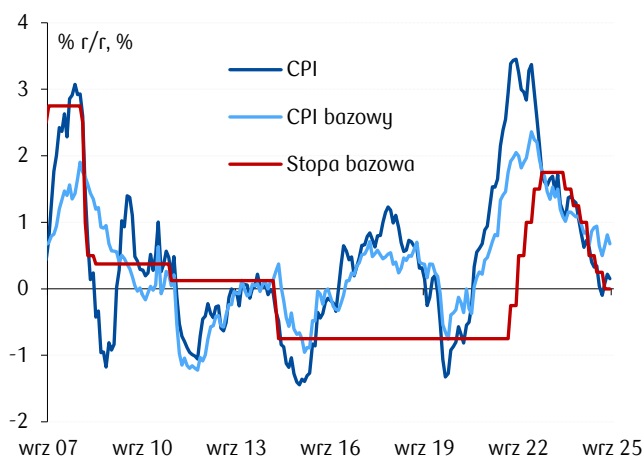
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

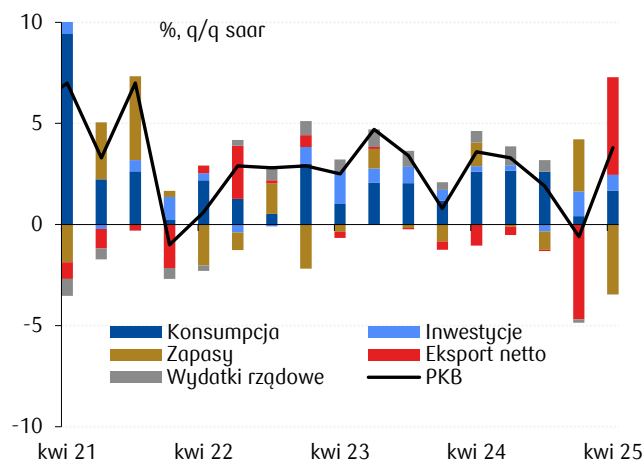
	Wartość 2025-09-25	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2675	0,0
USDPLN	3,6548	0,6
CHFPLN	4,5665	-0,1
GBPPLN	4,8873	0,0
EURUSD	1,1677	-0,6
Obligacje:		
PL2Y	4,30	0
PL5Y	4,95	7
PL10Y	5,54	4
DE10Y	2,77	2
US10Y	4,17	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 561,8	-0,9
DAX	23 534,8	-0,6
S&P500	6 604,7	-0,5
Nikkei**	45 451,1	-0,7
Shanghai Comp.**	3 845,2	-0,2
Surowce:		
Złoto	3734,90	-0,5
Ropa Brent	69,42	0,2

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.

Inflacja i stopa bazowa w Szwajcarii



Dekompozycja PKB w USA

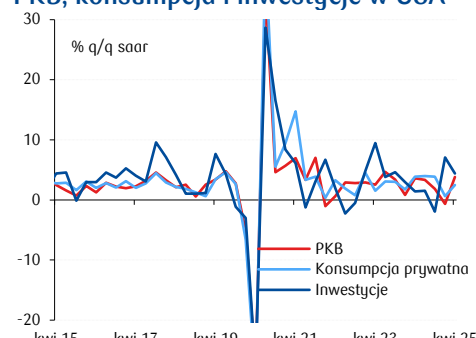


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

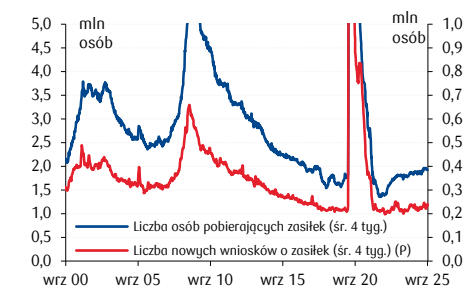
- USA:** D.Trump ogłosił, że od 1 października USA nałożą 100% cła na markowe lub opatentowane leki firm, które aktualnie nie budują fabryk w USA. Większość czołowych koncernów farmaceutycznych ma jednak zakłady produkcyjne w USA, co ogranicza negatywne konsekwencje dla branży. Szczególnie silnie mogliby być dotknięci producenci europejscy – w 2024 największym eksporterem leków do USA była Irlandia (odpowiadająca za ok. 30% importu USA w 2024), a następnie Szwajcaria (9%), Singapur (8%) i Niemcy (7%). Prezydent USA ogłosił też zamiar nałożenia od 1 października 25% ceł na pojazdy ciężkie (80% amerykańskiego importu pochodzi z Meksyku), a także 50% cła na szafki kuchenne i meble łazienkowe oraz 30% na meble tapicerowane. W przypadku tych ostatnich zgłaszanym przez prezydenta powodem jest „bezpieczeństwo narodowe”. Mimo wysokich deklarowanych stawek celnych, uważamy, że ich wpływ ekonomiczny będzie mniejszy od obaw, m.in. ze względu na fakt, że firmy farmaceutyczne mogły się przygotować do wprowadzenia ceł, a w przypadku ceł na pojazdy ciężkie istotne znaczenie ma fakt, że Meksyk funkcjonuje w ramach umowy o wolnym handlu USMCA.
- SWI:** SNB, zgodnie z oczekiwaniami, utrzymał benchmarkową stopę procentową na poziomie 0,0% i ogłosił, że jest gotowy interweniować na rynku walutowym, jeśli wystąpi taka konieczność. Prezes M.Schlegel zwrócił uwagę, że nałożone przez USA 39-procentowe cła – najwyższe wśród gospodarek rozwiniętych – przyniosą dotkliwe skutki, ale skala ich oddziaływania nie jest jeszcze na tyle szeroka, by uzasadniać obniżkę stóp. Duża część gospodarki nie jest bowiem objęta cłami albo odczuwa je tylko pośrednio, jak np. sektor usług. Projekcje banku zakładają wzrost PKB Szwajcarii w 2025 o 1,0-1,5% oraz o ok. 1,0% w 2026. Prognozowany jest też wzrost inflacji z 0,2% r/r w 2025 do 0,5% r/r w 2026 i 0,7% r/r w 2027.
- USA:** PKB w 2q25 wzrósł o 3,8% q/q saar po spadku o 0,5% q/q saar w 1q25. To oznacza rewizję w górę 2-giego szacunku PKB o 0,5pp, której źródłem były wyższa niż ostatnio szacowano konsumpcja prywatna (finalnie wzrosła o 2,5% q/q saar wobec 1,6% q/q saar w 1q25 dzięki wyższym wydatkom na usługi transportowe, finansowe i ubezpieczeniowe) oraz nieco niższy import. Jednocześnie marginalnie w górę skorygowano deflator PCE za 2q25, który finalnie wyniósł 2,6% q/q saar (wobec 2,5% q/q saar w poprzednim wyliczeniu i 3,5% q/q saar w 1q25). Perspektywy wzrostu PKB w 3q25 są również dobre – publikowany przed rewizją nowcast Atlanta Fed wskazywał na wzrost w kolejnym kwartale o 3,3% q/q saar.
- USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu spadła do 218 tys. – poziomu najniższego od lipca – wobec 232 tys. poprzednio i konsensusu na poziomie 234 tys. Spadek liczby nowych wniosków potwierdza, że niedawne wzrosty to efekt zdarzeń jednorazowych (powódź w Teksasie) i wskazuje na to, że schłodzenie popytu na pracę nie przekłada się na zwolnienia. Lekko pozytywnie zaskoczyła także liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku, która minimalnie spadła (do 1,926 mln w tygodniu, który skończył się 13 września).
- USA:** Deficyt handlowy w sierpniu skurczył się mocniej niż oczekiwano i wyniósł -85,5 mld USD wobec -102,8 mld USD w lipcu. Poprawa salda handlowego była rezultatem spadku importu o 7,0% m/m (zwłaszcza surowców, artykułów przemysłowych, żywności i dóbr konsumpcyjnych). Eksport spadł o 1,3% m/m.
- USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym spadła w sierpniu marginalnie do zannualizowanego poziomu 4 mln, co potwierdza, że ograniczenia dostępności nadal ciążą na rynku mieszkaniowym. Relatywnie niski poziom

PKB, konsumpcja i inwestycje w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Liczba osób ubiegających się o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

sprzedaży utrzymuje się od marca. Mediana cen sprzedaży wzrosła o 2% względem ubiegłego roku, przedłużając trwający od połowy 2023 cykl wzrostów. Ceny od czasu pandemii wzrosły łącznie o ponad 50%. Dane wspierają tezę, że sytuacja na rynku nieruchomości nie zmienia się a sierpniowy wyskok w sprzedaży nowych domów był jednorazowy.

- **USA:** Zamówienia na dobra trwałe w sierpniu wzrosły o 2,9% m/m po spadku miesiąc wcześniej o 2,7% m/m, zaskakując pozytywnie - oczekiwano spadku o 0,3% m/m. Zamówienia po wyłączeniu środków transportu także wzrosły, o 0,4% m/m.
- **USA:** J.Schmid (Kansas City Fed, z prawem głosu w FOMC) zasygnalizował, że bank centralny może w najbliższym czasie nie obniżać stóp procentowych, wskazując na potrzebę dalszego obniżania inflacji. Dodał, że postrzega ubiegłotygodniową obniżkę stóp jako „rozsądną strategię zarządzania ryzykiem” i ocenił, że inflacja wciąż jest zbyt wysoka, podczas gdy rynek pracy, choć się schładza, pozostaje w dużej mierze zrównoważony. Z kolei, S.Miran (zarząd Fed) powiedział, że obecne stopy są wysoce restrykcyjne a Fed ryzykuje szkodami dla gospodarki, jeśli nie zacznie ich szybko obniżać. M.Bowman (zarząd Fed) stwierdziła, że inflacja pozostaje blisko celu, co uzasadnia kontynuowanie obniżek stóp ze względu na osłabienie na rynku pracy, który jest bardziej „wrażliwy” od oczekiwań. J.Williams (NY Fed, z prawem głosu w FOMC) ocenił, że amerykańska polityka pieniężna jest prowadzona odpowiednio, biorąc pod uwagę miriady niepewności oraz wskazał, że nie ma pilnej konieczności dokonywania zmian stóp. Wtórował mu A.Goolsbee (Chicago Fed, z prawem głosu w FOMC), który ocenił, że wysoka niepewność sugeruje ostrożność i stabilizację stóp.
- **USA:** L.Logan (Dallas Fed, bez prawa głosu w FOMC) zaproponowała zmianę instrumentarium Fed i porzucenie celu stopy funduszy federalnych jako przestarzałego i z kruchymi połączeniami pozostałych rynków z rynkiem międzybankowym (który po kryzysie finansowym utracił na znaczeniu, wg L.Logan obrót wynosi mniej niż 100 mld USD dziennie), które mogą też nagle zostać przerwane. Zamiast tego proponuje rozważenie wdrożenia stawki Tri-Party General Collateral Rate (TGCR), która jest powiązana ze stabilnym rynkiem pożyczek zabezpieczonych obligacjami skarbowymi (wg L.Logan obrót ponad 1 bln USD dziennie). Zmiana taka miałaby charakter techniczny, nie wpłynęłaby na szerszą politykę pieniężną, ale poprawiłaby efektywność transmisji monetarnej oraz zapewniła skuteczną kontrolę stopy.
- **EUR:** P.Kazimir (EBC, Bank Słowacji) powiedział, że cel inflacyjny został osiągnięty i nie ma potrzeby spieszyć się z kolejnymi zmianami stóp procentowych, zachowując „cierpliwość i determinację, by działać, gdy nadejdzie właściwy moment”
- **EUR:** Podaż pieniądza M3 w sierpniu wzrosła o 2,9% r/r, spowalniając wobec 3,3% r/r w lipcu i średniej z ostatnich 3 miesięcy. Wciąż najwyższy był wzrost węższego agregatu M1, obejmującego gotówkę w obiegu i depozyty overnight, który w sierpniu utrzymał się na poziomie 5,0% r/r. Spadła natomiast roczna dynamika instrumentów długoterminowych (M3-M2) do 2,6% z 6,1% w lipcu.
- **HUN:** Stopa bezrobocia w sierpniu wzrosła do 4,4% z 4,3% w lipcu, przewyższając oczekiwania (kons.: 4,2%).
- **POL:** Minister MFiPR K.Pełczyńska-Nałęcz poinformowała, że dziś przyjęta zostanie przez rząd rewizja KPO, która ma być ostatnią rewizją przed planowanym zakończeniem programu w 3q26. Zidentyfikowane wolne środki mają zostać alokowane tam gdzie możliwe jest ich wydatkowanie. Część pożyczkowa KPO zostanie też zredukowana o 5,1 mld EUR (początkowo mieliśmy otrzymać 34,5 mld EUR w ramach preferencyjnych pożyczek).

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: Stopa bezrobocia (sie.)	8:30	%	4,3	4,3	--	4,4
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,4	3,4	--	2,9
USA: Bilans handlowy (sie.)f	14:30	mld USD	-102,8	-95,2	--	-85,5
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	-0,5	3,3	--	3,8
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,6	--	2,5
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	232	234	--	218
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie.)	16:00	mln	4,01	3,98	--	4,0
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	--	--

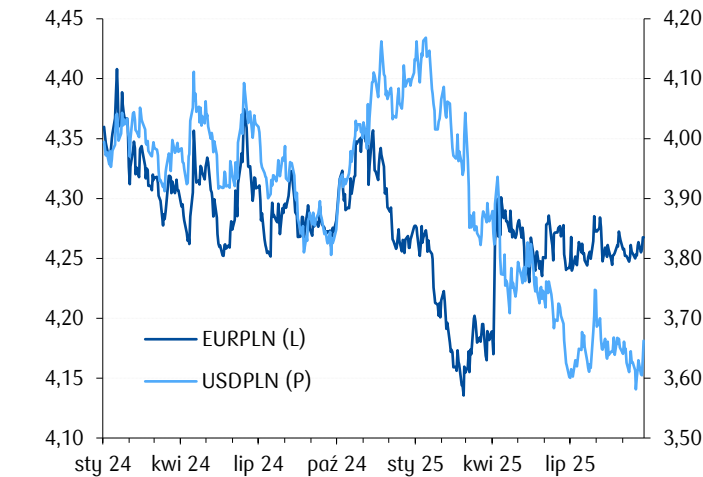
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

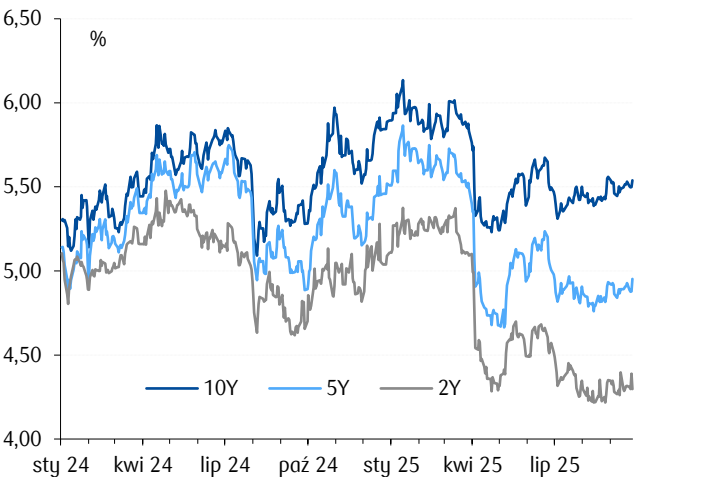
		Wartość 2025-09-25	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2675	0,0	0,2	0,0	-0,2	-10,5
	USDPLN	3,6548	0,6	1,0	-0,1	-4,5	-24,8
	CHFPLN	4,5665	-0,1	0,0	0,2	1,1	-7,7
	GBPPLN	4,8873	0,0	-0,3	-0,9	-4,8	-10,1
	EURUSD	1,1677	-0,6	-0,8	0,1	4,6	19,0
	EURCHF	0,9345	0,1	0,2	-0,2	-1,3	-3,0
	GBPUSD	1,3349	-0,8	-1,5	-1,2	-0,4	18,5
	USDJPY	149,64	0,6	1,1	1,8	3,3	5,3
	EURCZK	24,33	0,1	0,1	-0,9	-3,2	-1,4
Obligacje	EURHUF	391,88	0,2	0,6	-1,3	-1,1	-3,9
	PL2Y	4,30	0	-2	-4	-52	-237
	PL5Y	4,95	7	4	4	0	-160
	PL10Y	5,54	4	2	-1	20	-66
	DE2Y	2,05	2	4	11	-7	20
	DE5Y	2,37	4	7	12	37	41
	DE10Y	2,77	2	6	7	60	79
	US2Y	3,66	6	9	3	4	-47
	US5Y	3,77	5	9	7	21	-16
Akcje	US10Y	4,17	3	6	-3	38	46
	WIG	105 561,8	-0,9	0,0	-0,4	25,1	112,1
	WIG20	2 797,8	-1,1	-0,4	-1,1	18,2	84,3
	S&P500	6 604,7	-0,5	-0,4	1,6	15,0	75,8
	NASDAQ100	24 397,3	-0,4	-0,2	2,9	21,3	112,1
	Shanghai Composite**	3 845,2	-0,2	0,4	0,0	28,1	23,7
	Nikkei**	45 451,1	-0,7	0,3	6,1	16,8	67,4
	DAX	23 534,8	-0,6	-0,6	-2,1	22,3	87,8
Surowce	VIX	18,33	1,6	3,7	10,1	0,2	-34,7
	Ropa Brent	69,4	0,2	2,9	1,2	-3,0	-23,3
	Ropa WTI	65,5	0,2	2,5	0,8	-4,1	-21,9
	Złoto	3734,9	-0,5	2,6	9,5	40,1	123,7

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

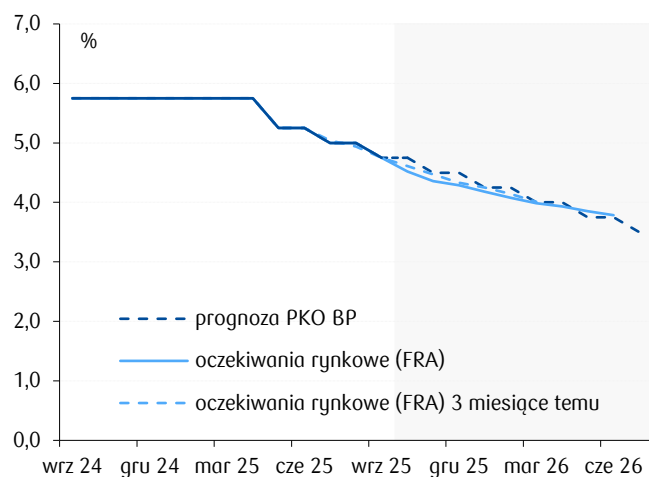
Notowania złotego wobec głównych walut



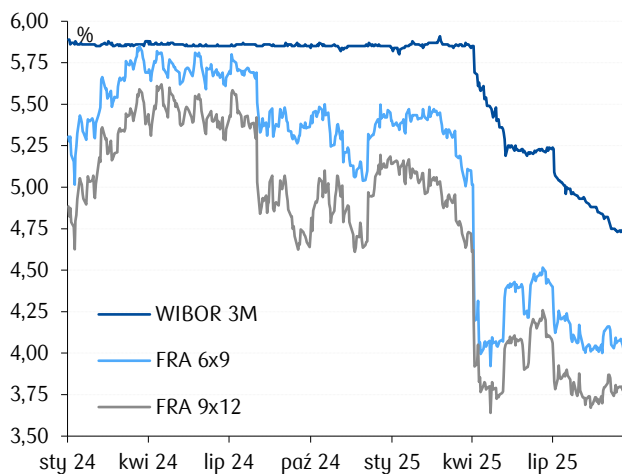
Rentowności polskich obligacji skarbowych



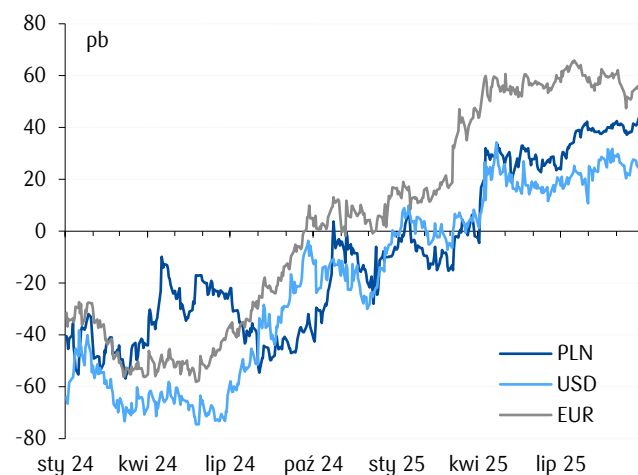
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



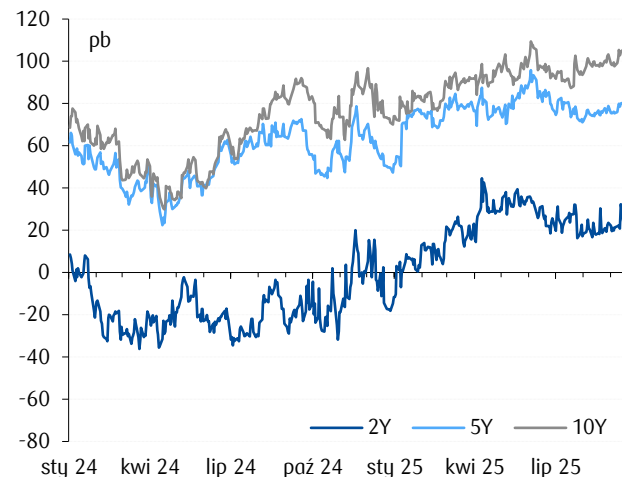
Krótkoterminowe stopy procentowe



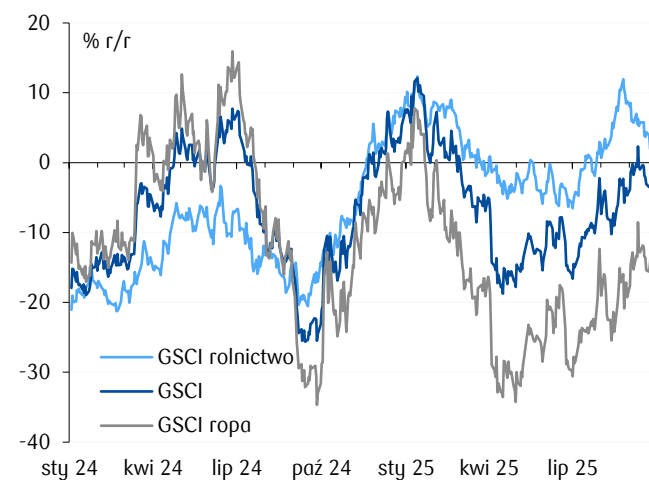
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



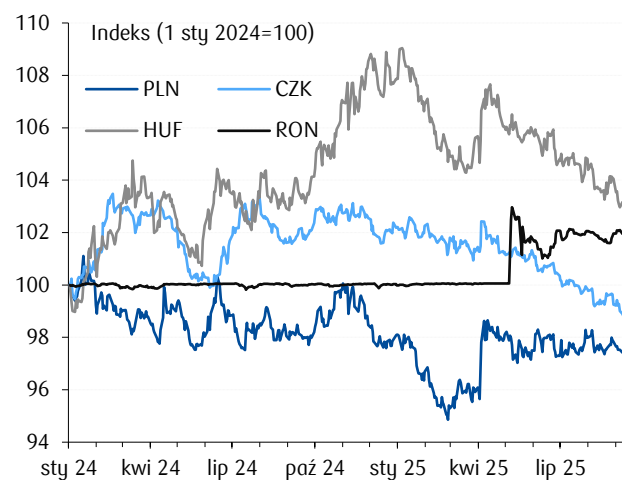
Spread asset swap dla PLN



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.