

Co wybory połówkowe oznaczają dla USA i globalnej gospodarki?

W SKRÓCIE:

- 3 listopada w USA odbędą się wybory „połówkowe” do Kongresu, w których Amerykanie wybiorą 35 (spośród 100) senatorów oraz wszystkich 435 członków Izby Reprezentantów.
- Zarówno modele symulacyjne oparte na sondażach poparcia, jak i wyceny z rynków predykcyjnych wskazują na wysokie prawdopodobieństwo zmiany władzy w Kongresie. Szanse na zwycięstwo Demokratów w Izbie Reprezentantów to ponad 90%, na uzyskanie przez nich większości w Senacie to ok. 60%.
- Nawet w przypadku uzyskania większości w obu izbach Kongresu, Demokraci raczej nie będą mogli samodzielnie odrzucić weta Prezydenta ani doprowadzić do usunięcia go w procedurze impeachmentu. Kontrola Kongresu nad rządem federalnym byłaby jednak silniejsza. Większe byłoby także ryzyko shutdownu jako elementu presji na prezydenta.
- Kluczowa, także z perspektywy Polski, pozostaje wojna USA i Izraela z Iranem. Wypowiedzi amerykańskich władz i doniesienia medialne uprawdopodobniają wznowienie amerykańskich ataków na Iran wkrótce po wyborach, niezależnie od ich wyniku.
- Nie sądzimy, żeby amerykańskie wybory połówkowe były kluczowe dla złotego i polskich obligacji, z wyjątkiem materializacji scenariusza geopolitycznej eskalacji. Wówczas z powodu wzrostu globalnej awersji do ryzyka oraz presji inflacyjnej pod wpływem wyższych cen węglowodorów ucierpią zarówno papiery dłużne, jak i waluta.

Kto obecnie sprawuje władzę w amerykańskim Kongresie?

W wyborach w 2024 Partia Republikańska odniosła potrójne zwycięstwo: D.Trump został wybrany na Prezydenta, a Republikanie uzyskali minimalną większość w Izbie Reprezentantów (220 z 435 mandatów) oraz większość w Senacie (53 ze 100 mandatów).

Czym są wybory połówkowe?

3 listopada w USA odbędą się „wybory połówkowe” (ang. *midterm elections*), w których Amerykanie wybiorą m.in. wszystkich 435 członków Izby Reprezentantów na 2-letnią kadencję oraz 33 senatorów (spośród 100) na 6-letnią kadencję, a także 2 senatorów w wyborach uzupełniających na pozostałe ok. 2 lata rozpoczętych już kadencji¹. Kadencja członków Kongresu wybranych w wyborach regularnych rozpocznie się 3 stycznia 2027.

Wybory odbywają się w połowie 4-letniej kadencji Prezydenta USA i są sprawdzianem poparcia dla jego rządów. Wyniki wyborów do Senatu w wielu stanach oraz do Izby Reprezentantów w większości okręgów można z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć jeszcze przed otwarciem lokali wyborczych. Według „The Economist” wynik rywalizacji o 20 mandatów w Senacie oraz 98 mandatów w Izbie Reprezentantów pozostaje jednak niepewny. Dla Demokratów chcących uzyskać większość w Senacie kluczowe będzie utrzymanie mandatów w Michigan, Minnesocie, New Hampshire oraz Georgii, a także „odbicie” 4 stanów obecnie reprezentowanych przez republikańskich senatorów, na co największe szanse mają w Karolinie Północnej, Maine, Ohio, Teksasie, Alasce, Kansas, Iowie, Karolinie Południowej, Nebrasce lub na Florydzie.

Biurowe Analizy Makroekonomicznych

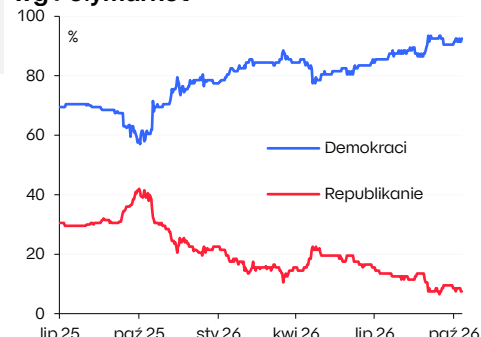
Biurowe Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

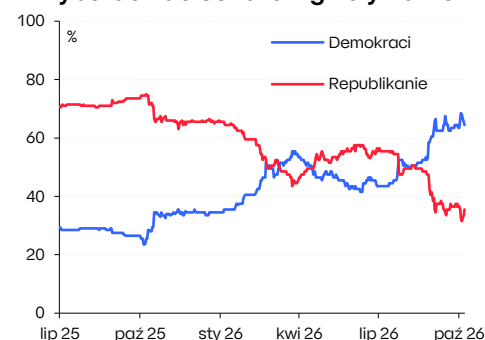
centrumanaliz.pkobp.pl

Prawdopodobieństwo zwycięstwa w wyborach do Izby Reprezentantów wg Polymarket



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Prawdopodobieństwo zwycięstwa w wyborach do Senatu wg Polymarket



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

¹ Wybory uzupełniające odbędą się w Ohio i na Florydzie, aby uzupełnić wakaty powstałe po zaprzysiężeniu senatora J.D.Vance'a (Ohio) na Wiceprezydenta USA oraz po objęciu przez senatora M.Rubio (Floryda) urzędu Sekretarza Stanu.

Kto zdobędzie większość w Senacie i Izbie Reprezentantów?

Wskazania modelu symulacyjnego „The Economist”, opartego na sondażach lokalnych i krajowych oraz historycznych wynikach wyborów, sugerują, że Demokraci mają bardzo dużą szansę na zdobycie większości w Izbie Reprezentantów (uzyskują przewagę w 95% symulacji) oraz tylko nieco większą niż Republikanie szansę na przejęcie władzy w Senacie (uzyskują przewagę w 54% symulacji). Ze względu na to, że w wyborach do Senatu do zdobycia jest jedynie 1/3 mandatów uzyskanie tzw. „superwiększości” (ang. *supermajority*), tj. 60 spośród 100 mandatów przez którąkolwiek z partii jest skrajnie nieprawdopodobne. Zakończenie debaty w Senacie i przełamanie obstrukcji parlamentarnej wymaga właśnie „superwiększości” – 3/5 Senatu. Tym bardziej nieprawdopodobne jest uzyskanie większości 2/3 potrzebnej do odrzucenia weta prezydenta czy skazania go w procesie impeachmentu.

Zbliżone do powyższych wartości są wyceny prawdopodobieństwa rezultatu wyborów połówkowych wg Polymarket. Wskazują one, że szansa Demokratów na zwycięstwo w wyborach do Izby Reprezentantów wynosi ponad 92%, a w wyborach do Senatu ponad 67%.

Należy pamiętać, że przewaga w sondażach i wycenach bukmacherów nie przesądza o wyniku wyborów – w 2024 D.Trump wygrał wybory prezydenckie, mimo niewielkiej sondażowej przewagi K.Harris, a Republikanie uzyskali większość w Izbie Reprezentantów, choć sondaże i modele symulacyjne dawały na to większe szanse Demokratom.

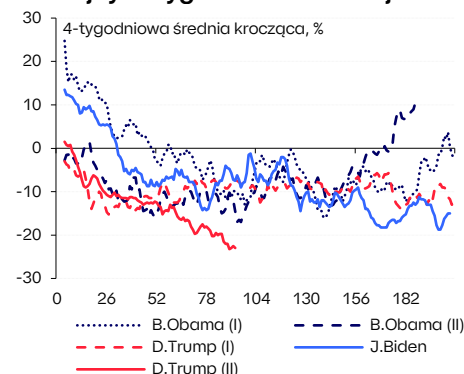
Dlaczego Republikanie najpewniej stracą kontrolę nad Kongresem?

W wyborach połówkowych niemal zawsze „traci” partia urzędującego Prezydenta – od zakończenia II wojny światowej tylko dwukrotnie partia Prezydenta zwiększyła liczbę swoich przedstawicieli w Izbie Reprezentantów². Ponadto, poparcie wyborców dla D.Trumpa i jego administracji sukcesywnie maleje od zaprzysiężenia w styczniu 2025. Prezydent rozpoczynał drugą kadencję z niewielkim, ale dodatnim wskaźnikiem poparcia netto, tj. liczba osób popierających go przekraczała liczbę niezadowolonych z jego prezydentury. W ciągu niemal 2 lat wskaźnik obniżył się o ok. 25pp – odsetek popierających go spadł do ok. 35%, zaś odsetek niepopierających wzrósł do ok. 60%. Tym samym poparcie dla D.Trumpa jest obecnie niższe niż w całej pierwszej kadencji, a także niższe niż poparcie w najgorszych momentach prezydentury J.Bidena i B.Obamy.

Punktem zwrotnym trwającej prezydentury był wspólny atak USA i Izraela na Iran 28 lutego 2026. Operacja nie osiągnęła wszystkich deklarowanych celów (zmiana reżimu w Iranie, zniszczenie potencjału rakietowego, „unicestwienie” irańskiego programu nuklearnego, ochrona bliskowschodnich sojuszników USA) i doprowadziła do destabilizacji regionu, licznych zniszczeń infrastruktury naftowej i gazowej w państwach Zatoki Perskiej, a także ograniczenia żeglugi w cieśninie Ormuz, którą przed wojną przepływało ok. 20% globalnej podaży ropy naftowej. W następstwie szoku energetycznego wzrosły ceny paliw, co podbiło inflację. Inflacja CPI w USA we wrześniu 2026 wyniosła 3,7% r/r, a przejściowo, w maju, sięgnęła 4,2% r/r, choć w styczniu wynosiła zaledwie 2,4% r/r. Na początku tego roku (przed atakiem na Iran) mediana prognoz średniorocznej inflacji CPI w USA w 2026 w ankiecie Bloomberg’a wynosiła 2,8%, natomiast dziś jest to już 3,4%. Oczekiwania inflacyjne konsumentów również wzrosły, szczególnie silnie w horyzoncie 12 miesięcy i w październiku sięgnęły 4,7%. Jednocześnie kategoria „inflacja/ceny” jest wskazywana przez ponad 30% amerykańskich wyborców jako najważniejsze wyzwanie w krajowej polityce. Obawy dotyczące cen mogą przyczynić się do utraty kontroli nad Kongresem przez Partię Republikańską.

Stan gospodarki w oczach Amerykanów stopniowo się pogarsza. Gdy D.Trump rozpoczynał drugą kadencję w styczniu 2025, ok. 35% mieszkańców USA

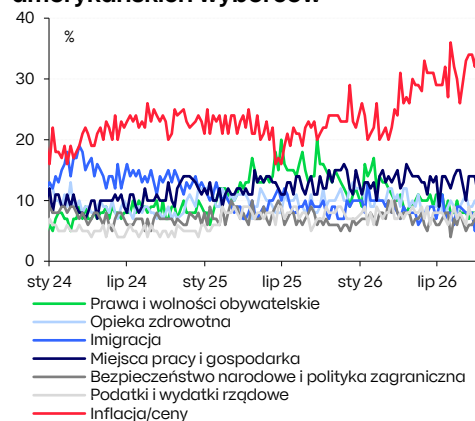
Poparcie netto dla prezydentów USA w kolejnych tygodniach kadencji



Źródło: YouGov, PKO Bank Polski.

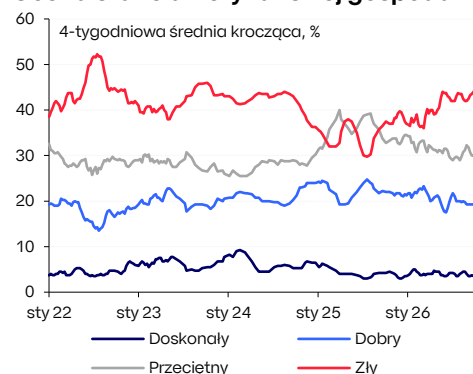
Uwaga: Poparcie netto to różnica odsetka popierających prezydenta (*approve*) oraz odsetka niepopierających (*disapprove*), która pomija osoby niezdecydowane.

Najważniejszy problem USA wg amerykańskich wyborców



Źródło: YouGov, PKO Bank Polski.

Ocena stanu amerykańskiej gospodarki



Źródło: YouGov, PKO Bank Polski.

² W 1998 za drugiej prezydentury B.Clinton’a (D) liczba demokratycznych deputowanych do Izby Reprezentantów wzrosła o 4, jednak większość utrzymali Republikanie. W 2002 za pierwszej prezydentury G.W.Bush’a (R) liczba republikańskich Reprezentantów wzrosła o 8, a Partia Republikańska utrzymała większość w Izbie.

deklarowało, że stan gospodarki jest zły, zaś w październiku 2026 (na miesiąc przed wyborami połówkowymi) było to już ok. 45%. Jednocześnie w tym czasie zmalał odsetek respondentów uznających stan gospodarki za doskonały (-2pp), dobry (-5pp) lub przeciętny (-3pp). Wyraźnemu pogorszeniu uległy także wskaźniki nastrojów konsumentów. Indeks Uniwersytetu Michigan obniżył się z ponad 70 pkt. w styczniu 2025 poniżej 50 pkt. jesienią 2026, a w maju osiągnął najniższy poziom w ponad 70-letniej historii tego badania³. Wskaźnik nastrojów mierzony przez Conference Board spadł z ponad 105 pkt. na początku kadencji urzędującego Prezydenta do nieco ponad 80 pkt. obecnie i jest najniższy od ponad 12 lat.

Pogorszenie nastrojów konsumentów wynika nie tylko ze wzrostu inflacji i wysokich cen paliw na stacjach, lecz także z rosnącego oprocentowania 30-letnich kredytów hipotecznych o stałej stopie – w październiku 2026 sięgnęło ono 7,4% i w ciągu zaledwie 3 miesięcy wzrosło o niemal 100pb, ograniczając zdolność kredytową amerykańskich rodzin. Oprocentowanie kredytów hipotecznych jest jednocześnie tylko nieco niższe od 25-letniego maksimum (7,8%), a udział osób kupujących swoją pierwszą nieruchomość w sprzedaży nieruchomości ogółem spadł do ok. 30% z ponad 40% w latach dziewięćdziesiątych i dwutysięcznych.

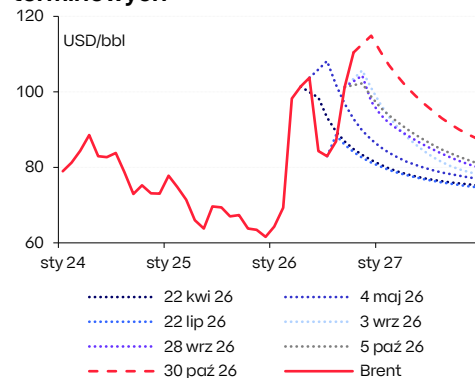
Jakie są uprawnienia Kongresu?

Dwuzbiorny Kongres sprawuje federalną władzę ustawodawczą – Izba Reprezentantów oraz Senat zwykłą większością głosów przyjmują ustawy, które następnie zostają przedstawione Prezydentowi. Kongres ma również prawo odrzucenia weta Prezydenta większością 2/3 głosów w obu izbach. Kongres przyznaje środki finansowe federalnym agencjom oraz resortom. Każda z izb może zablokować ustawę przyznającą środki. Jej wejście w życie wymaga przyjęcia przez obie izby i co do zasady akceptacji Prezydenta, chyba że Kongres odrzuci jego weto. Brak terminowego zapewnienia finansowania może skutkować zawieszeniem części działalności administracji federalnej (ang. *government shutdown*)⁴. Do Kongresu należy również wypowiadanie wojen oraz finansowanie sił zbrojnych. Izba Reprezentantów ma także dwie wyłączne kompetencje: inicjowanie procesu legislacyjnego w przypadku ustaw zwiększających dochody budżetowe oraz postawienie wysokiego urzędnika państwowego, w tym Prezydenta USA, w stan oskarżenia w procedurze *impeachmentu*, zwykłą większością głosów. Wyłączną kompetencją Senatu jest z kolei zatwierdzanie nominowanych przez Prezydenta wysokich urzędników państwowych (w tym m.in. Prezesa Rezerwy Federalnej), sędziów federalnych i sędziów Sądu Najwyższego, a także prowadzenie procesu w procedurze *impeachmentu* oraz ewentualne skazanie i usunięcie Prezydenta z urzędu większością 2/3 głosów obecnych senatorów.

Co, jeśli Republikanie utrzymają większość w Kongresie?

W mało prawdopodobnym, choć możliwym scenariuszu utrzymania przez Partię Republikańską większości w Izbie Reprezentantów oraz Senacie zakładamy, że ogólny kierunek polityki gospodarczej USA nie zmieni się w sposób znaczący. Prezydent D.Trump będzie mógł dalej realizować większość swojego programu, choć bez superwiększości w Senacie Republikanie nie będą mogli przełamać obstrukcji parlamentarnej (ang. *filibuster*), tj. przedłużania debaty parlamentarnej w celu opóźnienia lub uniemożliwienia podjęcia decyzji, także w przypadku

Wyceny ropy Brent z kontraktów terminowych



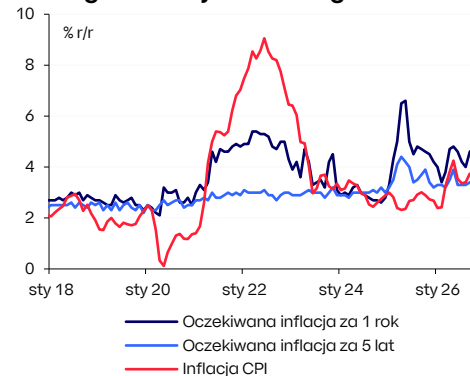
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski.

Prawdopodobieństwo powrotu żeglugi w cieśninie Ormuz do normy do 31 grudnia 2026 według Polymarket



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Oczekiwania inflacyjne konsumentów według Uniwersytetu Michigan



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

³ Wobec badania koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan zgłaszany jest szereg zastrzeżeń metodologicznych dotyczących porównywalności wyników w czasie i reprezentatywności próby po zmianie sposobu zbierania danych z wywiadów telefonicznych na ankiety online w 2024 (więcej m.in. [tu](#)).

⁴ Zarówno w pierwszej (2017–2021), jak i drugiej (2025–2029) kadencji Prezydenta D.Trumpa doszło do trzech zawieszeń działalności rządu. Najdłuższy (częściowy) *shutdown* w pierwszej kadencji trwał 35 dni (od 22 grudnia 2018 do 25 stycznia 2019), a spór między Kongresem a Białym Domem dotyczył przede wszystkim finansowania budowy muru na granicy USA–Meksyk. Congressional Budget Office (CBO) [szacuje](#), że na skutek *shutdownu*, a zatem również opóźnień w wydatkach federalnych i wysłania setek tysięcy pracowników federalnych na bezpłatny urlop PKB w okresie 4q18–1q19 był niższy o ok. 11 mld USD, z czego 3 mld USD nigdy nie zostaną odrobione. Z kolei najdłuższy pełny *shutdown* w drugiej kadencji trwał 43 dni (od 1 października do 12 listopada 2025) i był najpoważniejszym zawieszeniem działalności rządu w historii USA. CBO [szacuje](#), że między 7 a 14 mld USD straty PKB wynikające z zawieszenia nie zostaną nigdy odrobione.

procedowania finansowania dla rządu, co może skutkować zawieszeniem działalności rządu⁵.

Co, jeśli Demokraci zdobędą większość w Izbie Reprezentantów?

W naszym scenariuszu bazowym Izba Reprezentantów kontrolowana przez Demokratów będzie blokować część ustaw proponowanych przez Republikanów i Prezydenta. Szanse na uchwalenie będą miały przede wszystkim projekty z dostatecznym poparciem obu partii. Dodatkowym narzędziem nacisku na prezydenta może być blokowanie nowych ustaw finansujących administrację federalną, zwłaszcza wydatków krytykowanych przez Demokratów, takich jak finansowanie wojny z Iranem. Spory te mogą prowadzić do kolejnego częściowego zawieszenia działalności administracji. Kontrolowana przez Demokratów Izba Reprezentantów mogłaby także (w ramach kontroli działalności rządu) prowadzić dochodzenia dotyczące działań członków administracji D.Trumpa. Nie oczekujemy istotnych bezpośrednich skutków gospodarczych takich działań, lecz przede wszystkim konsekwencji politycznych, które mogłyby wpłynąć na wybory prezydenckie w 2028.

Co, jeśli Demokraci zdobędą również większość w Senacie?

Możliwe przejście całego Kongresu przez Demokratów oznaczałoby dalsze ograniczenie swobody działania Prezydenta. Wysocy urzędnicy państwowi oraz sędziowie federalni i sędziowie Sądu Najwyższego musieliby z jednej strony uzyskać nominację republikańskiego Prezydenta, z drugiej zaś zostać zatwierdzeni przez demokratyczny Senat. D.Trump, który w 2025 zwolnił szefową Biura Statystyki Pracy (ang. *Bureau of Labor Statistics*, BLS), E.McEntarfer, po rozczarowujących danych o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym, nie miałby już pełnej swobody obsadzenia stanowiska szefa instytucji odpowiedzialnej za publikowanie kluczowych dla rynków danych o inflacji i rynku pracy. Wzrosłaby też pozycja negocjacyjna Demokratów przy uchwalaniu budżetu, zmianach podatkowych i podnoszeniu limitu długu. Jednocześnie Demokraci mogliby próbować ustawowo ograniczać kompetencje celne Prezydenta, choć wymagałoby to podpisu Prezydenta lub odrzucenia jego weta. Ponadto, demokratyczny Senat, współpracujący z demokratyczną Izbą Reprezentantów, mógłby przyjmować ustawy cieszące się dużym poparciem społecznym (m.in. dotyczące poprawy dostępu do ochrony zdrowia) i stawiać prezydenta przed politycznie trudnym wyborem między podpisaniem ustawy przygotowanej przez Demokratów a jej zawetowaniem. Weto mogłoby skutkować dalszym pogorszeniem notowań D.Trumpa i całej Partii Republikańskiej.

Scenariusz uzyskania przez Demokratów większości w Senacie przy utrzymaniu republikańskiej większości w Izbie Reprezentantów uznajemy za mało prawdopodobny⁶ i pomijamy go w rozważaniach.

Niezależnie od rezultatu wyborów do Kongresu, nie spodziewamy się istotnej zmiany perspektyw amerykańskiej gospodarki. Do głębszych zmian (m.in. w polityce fiskalnej, handlowej, międzynarodowej) mogłoby dojść dopiero po przejściu przez Demokratów także władzy w Białym Domu. Do tego czasu najistotniejszym czynnikiem ryzyka dla prognoz pozostanie rozwój wojny USA i Izraela z Iranem, na którą Kongres, szczególnie w krótkim terminie, ma ograniczony wpływ.

Czy demokratyczny Kongres dokona impeachmentu Prezydenta D.Trumpa?

Izba Reprezentantów inicjuje *impeachment* zwykłą większością głosów, a zatem postawienie D.Trumpa w stan oskarżenia już po raz trzeci⁷ jest bardzo prawdopodobnym scenariuszem w 2027. O skazaniu i usunięciu z urzędu

Oprocentowanie kredytów

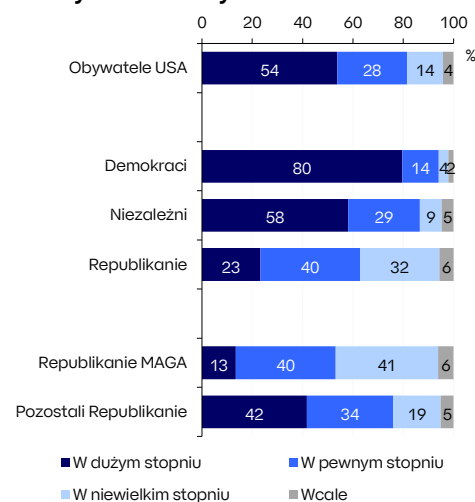
hipotecznych na stałą stopę na 30 lat



Źródło: FreddieMac, PKO Bank Polski.

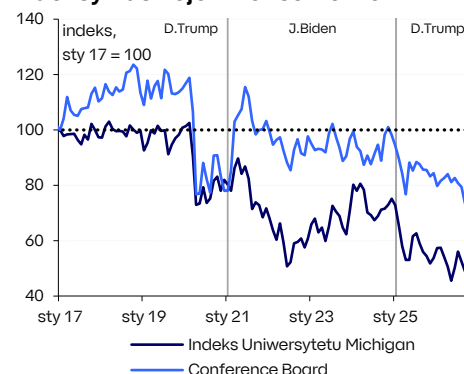
Jak mocno wojna w Iranie szkodzi

gospodarce USA według amerykańskich wyborców



Źródło: YouGov, PKO Bank Polski.

Indeksy nastrojów konsumentów



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

⁵ Następane zawieszenie działalności rządu USA mogłoby wydarzyć się 11 grudnia 2026, gdy wygaśnie tymczasowe finansowanie przyjęte we wrześniu 2026.

⁶ Według Polymarket prawdopodobieństwo takiego rezultatu jest niższe niż 1%.

⁷ D.Trump został postawiony w stan oskarżenia w procesie o *impeachment* już dwukrotnie w pierwszej kadencji w 2019 i 2021, jednak Senat nie zagłosował za jego skazaniem i usunięciem z urzędu.

zadecduje Senat większością 2/3 głosów (67 senatorów), co oznacza, że nawet w przypadku uzyskania przez Partię Demokratyczną zwykłej większości w Izbie wyższej Kongresu do skazania niezbędne będą głosy kilku–kilkunastu republikańskich senatorów. Dopóki D.Trump pozostaje najbardziej wpływowym politykiem Partii Republikańskiej i cieszy się dużym poparciem wśród wyborców republikańskich, zwłaszcza zwolenników ruchu MAGA, mało prawdopodobne (choć teoretycznie możliwe) jest wyłamanie się z dyscypliny partyjnej tak dużej grupy senatorów. Gdyby jednak stan zdrowia Prezydenta USA się pogarszał, w szczególności jego zdolności kognitywne, nie można wykluczyć, że część senatorów *Grand Old Party* zdecydowałaby się postawić rację stanu ponad własną karierę polityczną. W historii USA żaden prezydent nie został usunięty z urzędu w wyniku impeachmentu, choć procedurę wszczęto pięciokrotnie. Poza dwiema próbami wobec D.Trumpa (2019 i 2021), w 1868 do skazania A.Johnsona zabrakło jednego głosu, a B.Clinton został uniewinniony przez Senat w 1999 (zarzuty dotyczyły m.in. krzywoprzysięstwa w sprawie M.Lewinsky). R.Nixon, w wyniku afery Watergate, zrezygnował z urzędu w 1974, po rozpoczęciu procedury *impeachmentu*, ale przed głosowaniem w Izbie Reprezentantów.

Czy Stany Zjednoczone i Izrael wznowią ataki na Iran po wyborach?

9 września 2026 D.Trump [powiedział](#), że wojna z Iranem zakończy się natychmiast po wyborach połowkowych w USA. Miesiąc później, 8 października 2026 [zapowiedział](#), że USA nie zaatakują Iranu przed wyborami 3 listopada. Według [informacji New York Times](#) wojska amerykańskie i izraelskie przygotowują się do wznowienia ataków, a sekretarz obrony USA P.Hegseth spotkał się w Izraelu z premierem B.Netanjahu w celu omówienia ataków na Iran, zaś [Financial Times](#) [poinformował](#), że Izrael dążył do zaatakowania Iranu jeszcze w październiku, jednak eskalacja została zablokowana przez Prezydenta USA.

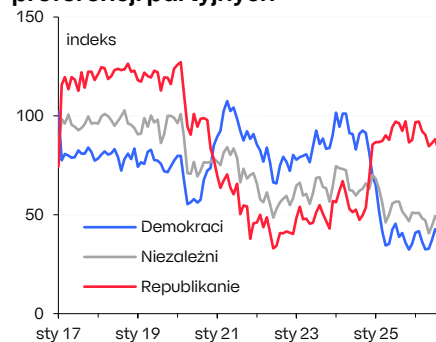
W wyborach parlamentarnych w Izraelu 27 października najwyższy wynik uzyskała Partia Likud premiera B.Netanjahu (26 mandatów), jednak cały pro-rządowy blok ugrupowań nacjonalistycznych i ultra-ortodoksyjnych zdobył 53 spośród 120 mandatów w Knesecie, a zatem nie uzyskał samodzielnej większości. Blok opozycji żydowskiej zjednoczony przeciwko B.Netanjahu pod egidą G.Eisenkota (Yashar) uzyskał 48 mandatów, zaś pozostałe 19 mandatów zdobyli kandydaci partii arabskich, co przekłada się na rekordowo silną reprezentację mniejszości palestyńskiej w izraelskim parlamencie. Zarówno blok rządowy B.Netanjahu, jak i blok antyrządowy G.Eisenkota (z wyjątkiem Demokratów Y.Golana) dotychczas zdecydowanie odrzucały możliwość wejścia w koalicję z partiami arabskimi. Oba bloki żydowskie sygnalizują również skłonność do kontynuacji wojny z Iranem. Jeżeli po wyborach nie powstanie koalicja z poparciem co najmniej 61 deputowanych, na początku przyszłego roku mogą się odbyć kolejne wybory. Do czasu wyłonienia nowego premiera z poparciem 61 parlamentarzystów, Izraelem rządzić będzie dotychczasowy premier B.Netanjahu.

Wypowiedzi władz USA w połączeniu z doniesieniami medialnymi, a także sytuacją polityczną w Izraelu tworzą obraz wysoce prawdopodobnej eskalacji wojny w Zatoce Perskiej niedługo po zamknięciu lokali wyborczych w Stanach Zjednoczonych, niezależnie od rezultatu samych wyborów. Cytowani przez [Financial Times](#) eksperci sugerują, że Izrael mógłby razem z USA zaatakować Iran w czasie trwania negocjacji koalicyjnych.

Jak wynik wyborów połowkowych może wpłynąć na wojnę w Ukrainie?

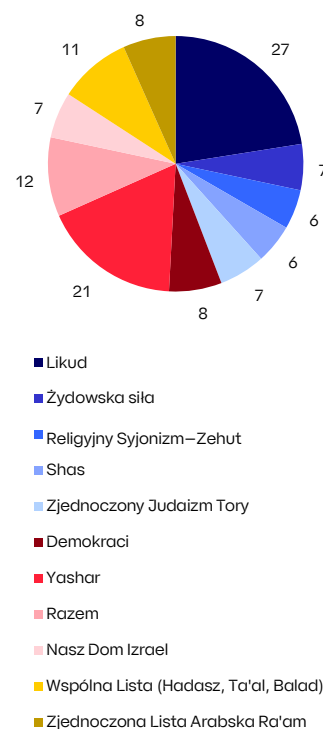
Jeszcze w kampanii przed wyborami prezydenckimi w 2024, D.Trump deklarował, że doprowadzi do zakończenia wojny w ciągu 1 dnia po objęciu urzędu. Mówił, że chce zakończenia konfliktu zbrojnego i rozpoczęcia negocjacji Rosji z Ukrainą, choć powstrzymywał się od odpowiedzi na pytanie, czy w interesie USA jest zwycięstwo Ukrainy. Krytykował administrację J.Bidena za pomoc wojskową udzielaną Ukrainie i sugerował, że jego prezydentura mogłaby oznaczać kres pomocy zbrojeniowej dla Ukrainy. W ciągu niemal 2 lat sprawowania urzędu wielokrotnie obwiniał Ukrainę za wojnę i krytykował Prezydenta Ukrainy

Nastroje konsumentów według preferencji partyjnych



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wynik wyborów parlamentarnych w Izraelu



Źródło: The Times of Israel; Central Elections Committee, PKO Bank Polski.

Uwaga: Odcieniami granatu i błękitu oznaczono partie bloku rządowego, odcieniami czerwieni i różu partie opozycji żydowskiej, zaś odcieniami żółci partie mniejszości arabskiej/palestyńskiej.

W.Zeleńskiego. W ostatnim czasie szczególnie trudne do zaakceptowania dla Prezydenta D.Trumpa są ukraińskie ataki dokonywane na rosyjskie rafinerie i infrastrukturę paliwową ze względu na ich wpływ na światowe ceny paliw (w szczególności diesla). W październiku 2026 Ukraina zgłaszała zakłócenia w działaniu amerykańskiego systemu łączności Starlink/Starshield, co potwierdził prezes SpaceX E.Musk, natomiast amerykańska administracja twierdzi, że nie wydała polecenia ograniczenia szybkości udostępnianej łączności. W przeszłości (m.in. w 2025) USA wstrzymywały wymianę informacji wywiadowczych z Ukrainą w ramach wywierania presji. Sam Kongres bez ponadpartyjnego porozumienia nie jest w stanie przegłosować silniejszego wsparcia dla Ukrainy lub sankcji na Rosję wbrew woli Prezydenta USA, któremu przysługuje prawo weta. We wrześniu 2026 D.Trump podpisał ustawę *Lindsey O. Graham Sanctioning Russia and Iran Act of 2026*, która przewiduje szeroki katalog sankcji i cel dotyczących Rosji, rosyjskich podmiotów oraz określonych państw uczestniczących w handlu rosyjską energią. Miesiąc później, korzystając z uprawnień wynikających z ustawy, zdecydował o uchyleniu stosowania niektórych sankcji i cel ze względu na interes narodowy USA, a decyzja spotkała się z krytyką zarówno ze strony Demokratów, jak i Republikanów. Podobnie jak w przypadku wojny z Iranem, widzimy ryzyko zaostrzenia kursu USA względem Ukrainy i zbliżenia USA z Rosją niezależnie od wyniku wyborów połówkowych, a jedną z przesłanek ewentualnego zaostrzenia mogą być kalkulacje wyborcze. Gdy kampania wyborcza dobiegnie końca, a do kolejnych wyborów prezydenckich (w których D.Trump nie może wystartować ze względu na limit kadencji) zostaną 2 lata, amerykańska administracja będzie się cieszyła większą swobodą podejmowania niepopularnych decyzji, które mogłyby prowadzić do dalszego spadku poparcia dla Prezydenta i Partii Republikańskiej.

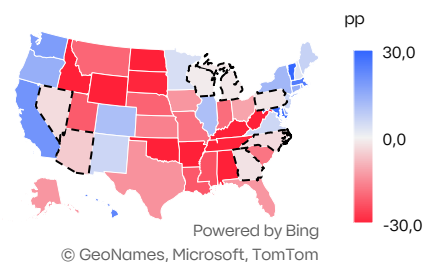
Jak wybory w USA wpłyną na Polskę?

Z perspektywy Polski wybory połówkowe do Kongresu mają dużo mniejsze znaczenie niż wybory prezydenckie 2 lata temu. Zakładamy, że polsko-amerykańskie relacje dyplomatyczne i gospodarcze pozostaną bez większych zmian, mimo możliwej zmiany układu sił w Kongresie. Głównym kanałem oddziaływania wyborów na Polskę będą ceny surowców energetycznych zależne przede wszystkim od dalszego przebiegu wojny USA i Izraela z Iranem. Wyższe ceny surowców przekładają się na wyższe ceny paliw oraz wyższą inflację CPI ogółem, zwiększając ryzyko wyższej ścieżki stóp procentowych NBP, *ceteris paribus*. Czynnikiem ryzyka dla Polski jest także możliwe zbliżenie USA z Rosją kosztem wsparcia dla walczącej Ukrainy.

Co mówią skrajne, czarne scenariusze?

Druga kadencja D.Trumpa uczy, że nadal trudno jest przewidzieć jego strategię. To napędza skrajne, „czarne” scenariusze. Przykładowo, Paul Krugman, odwołując się do [tekstu](#) politologa Roberta Pape’a, przekonuje, że urzędujący prezydent może wkrótce stać się „politycznym bankrutem”, gdy opozycyjny Kongres rozpocznie śledztwa w sprawie korupcji i nadużyć w rządowej administracji. D.Trump, niczym właściciel przedsiębiorstwa chylącego się ku upadkowi, może wkrótce stanąć przed pokusą nadużycia (ang. *moral hazard*). Gdy firma stoi na skraju upadku, z punktu widzenia jej właściciela sensowne jest podejmowanie wysoce spekulacyjnych, wręcz szalonych inwestycji, które najprawdopodobniej zakończą się fiaskiem, ale w razie powodzenia przyniosą wystarczająco duży zysk, by uratować firmę przed bankructwem. Dla przedsiębiorcy jest to wybór między jego zwycięstwem a porażką jego wierzycieli. W przypadku D.Trumpa mogłoby to skutkować maksymalnym wykorzystaniem pozostałej władzy bez względu na interes państwa i obywateli. R.Pape argumentuje, że Prezydent USA, wbrew wcześniejszym zapowiedziom i woli narodu, mógłby wznowić ataki na Iran jeszcze przed wyborami połówkowymi. P.Krugman rozszerza listę możliwych skutków „politycznego bankructwa” D.Trumpa m.in. o wyraźne opowiadanie się USA po stronie W.Putina w napastniczej wojnie, którą Rosja wytoczyła Ukrainie, znoszenie sankcji nałożonych na Rosję i utrudnianie Ukrainie obrony państwa.

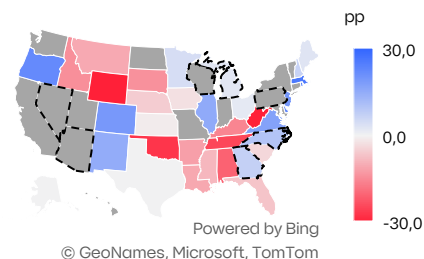
Wynik wyborów prezydenckich w 2024 w poszczególnych stanach



Źródło: Associated Press, PKO Bank Polski.

Uwaga: Wykres przedstawia różnicę w wyniku kandydatki Demokratów K.Harris oraz kandydata Republikanów D.Trumpa w punktach procentowych. Wartości dodatnie oznaczają przewagę Demokratów, ujemne przewagę Republikanów. Przerywanym obramowaniem oznaczono stany wahające się (ang. *swing states*).

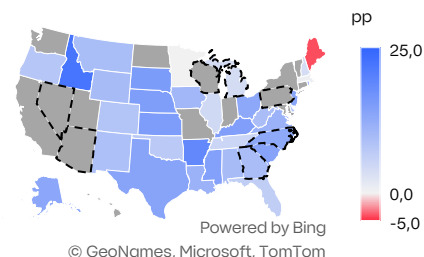
Prognozowany wynik wyborów do Senatu w 2026 w poszczególnych stanach



Źródło: The Economist, PKO Bank Polski.

Uwaga: Wykres przedstawia prognozowaną różnicę w wyniku kandydatów Demokratów oraz kandydatów Republikanów w punktach procentowych. Wartości dodatnie oznaczają przewagę Demokratów, ujemne przewagę Republikanów. Przerywanym obramowaniem oznaczono stany wahające się (ang. *swing states*). Kolorem ciemnoszarym oznaczono stany, w których w 2026 nie odbywają się wybory do Senatu.

Różnica między prognozowanym wynikiem w wyborach do Senatu w 2026 a wynikiem w wyborach prezydenckich w 2024 w poszczególnych stanach



Źródło: Associated Press, The Economist, PKO Bank Polski.

Uwaga: Wykres przedstawia prognozowaną różnicę w wyniku wyborów w punktach procentowych między wyborami w 2024 i 2026. Wartości dodatnie oznaczają poprawę wyniku Demokratów, ujemne poprawę wyniku Republikanów. Przerywanym obramowaniem oznaczono stany wahające się (ang. *swing states*). Kolorem ciemnoszarym oznaczono stany, w których w 2026 nie odbywają się wybory do Senatu.

Co wybory połówkowe w 2026 oznaczają dla wyborów prezydenckich w 2028?

W wyborach prezydenckich w 2024, o których pisaliśmy więcej w [przedwyborczym Makro Focusie](#), uwaga skupiała się na 7 stanach wahających się (ang. *swing states*), w których w 2020 różnica między J.Bidenem a D.Trumpem wyniosła mniej niż 3pp. W 2020 w 6 z nich wygrał J.Biden (Nevada, Arizona, Wisconsin, Michigan, Pensylwania, Georgia), zaś D.Trump jedynie w 1 (Karolinie Północnej). W 2024 w wyborach między D.Trumpem a K.Harris urzędujący prezydent wygrał we wszystkich 7 *swing states*. Wynik tegorocznych wyborów do Senatu w Michigan, Georgii oraz Karolinie Północnej może być papierkiem lakmusowym dla wyborów prezydenckich w 2028 – obecnie we wszystkich trzech stanach w sondażach prowadzą kandydaci Partii Demokratycznej (por. wykres na marginesie). Niemniej trudno na tym etapie przewidywać, kto mógłby zostać 48. Prezydentem USA, tym bardziej, że żadna z dwóch największych partii nie ma jednoznacznego faworyta na kandydata. Według Polymarket największe szanse na uzyskanie nominacji Partii Demokratycznej (powyżej 15%) mają gubernator Kalifornii Gavin Newsom, członkini Izby Reprezentantów Alexandria Ocasio-Cortez oraz senator Jon Ossoff. Wśród Republikanów niemal 40% prawdopodobieństwem uzyskania nominacji cieszy się wiceprezydent J.D.Vance, a niemal 20% sekretarz stanu M.Rubio.

Jak ważne są wybory połówkowe w USA dla rynków finansowych?

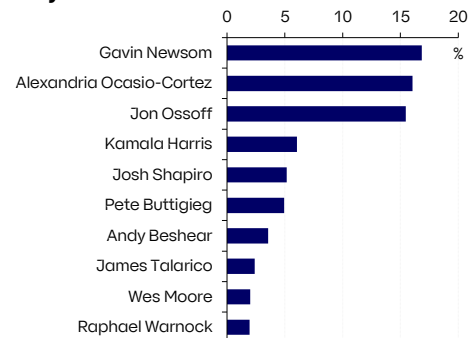
Listopadowe wybory są wydarzeniem uważnie śledzonym przez inwestorów i potencjalnie istotnym dla globalnych rynków finansowych. Należy jednak mieć na uwadze, że nie obejmują one kluczowego elementu systemu władzy, czyli urzędu prezydenta i choć mogą wpłynąć na korektę dotychczasowej polityki gospodarczej z powodu prawdopodobnej zmiany układu sił w Kongresie, to ze względu na prezydenckie prawo weta nie sądzimy, żeby doszło do radykalnej zmiany kursu przyjętego przez D.Trumpa dwa lata temu. W konsekwencji, ich bezpośrednie znaczenie dla rynków finansowych będzie, naszym zdaniem, ograniczone.

Według nas koniunkturę rynkową kształtują obecnie i kształtować będą w najbliższej przyszłości czynniki, które nie są bezpośrednio związane z wynikami przyszłotygodniowych wyborów. Inwestorzy pozycjonują się przede wszystkim w kontekście perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, czyli parametrów kluczowych z punktu widzenia polityki pieniężnej. Inflacja zaś w dużym stopniu zależy od dalszego przebiegu wojen na Bliskim Wschodzie i w Ukrainie i tutaj upatrujemy najsilniejszy link w połączeniu z polityką, m.in. w kontekście wyborów połówkowych. Dla rynków ogromne znaczenie ma także ewolucja boomu związanego ze sztuczną inteligencją, zarówno z punktu widzenia nakładów inwestycyjnych, jak i wycen giełdowych.

Jak zmiana układu sił w Kongresie wpłynie na amerykańskie obligacje i dolara?

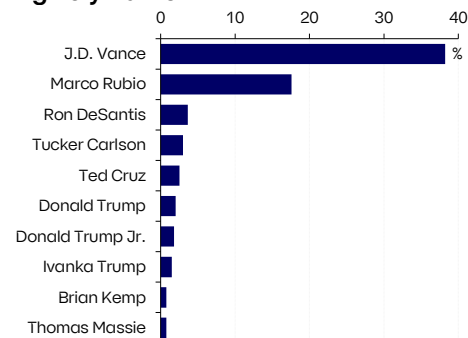
Prawdopodobne przejście przez Demokratów kontroli nad przynajmniej jedną izbą Kongresu istotnie ograniczy możliwość kształtowania polityki fiskalnej przez administrację D.Trumpa, która charakteryzuje się ekspansywnością (wysoki deficyt budżetowy). Racjonalne wydaje się założenie ograniczenia tejże ekspansywności, co z jednej strony negatywnie wpłynie na tempo wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w krótkim i średnim terminie, ale jednocześnie nieco zmniejszy obawy inwestorów o stan finansów publicznych. To powinno sprzyjać spadkowi rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, w szczególności wesprzeć dłuższy koniec krzywej dochodowości poprzez redukcję premii terminowej. W przypadku dolara, bardziej zrównoważona (a raczej mniej nierównoważona) polityka fiskalna będzie działać na korzyść amerykańskiej waluty poprzez zmniejszenie ryzyka tzw. odbazowania (ang. *debasement*), jednak w krótkim okresie, naszym zdaniem, dojdzie do osłabienia dolara, gdyż górę weźmie inny czynnik, tj. łagodniejsza polityka pieniężna Fed. Zwracamy jednak uwagę, że jeśli po wyborach dojdzie do wzrostu napięcia na Bliskim Wschodzie, bank centralny w obawie przed wzrostem inflacji zapewne zaostrzy retorykę i doprowadzi do umocnienia USD, o czym piszemy poniżej.

Prawdopodobieństwo uzyskania nominacji Partii Demokratycznej w wyborach prezydenckich 2028 według Polymarket



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Prawdopodobieństwo uzyskania nominacji Partii Republikańskiej w wyborach prezydenckich 2028 wg Polymarket



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Czy powyborcza polityka zagraniczna D.Trumpa podniesie ryzyko rynkowe?

Wpływ wyborów połówkowych na geopolitykę jest trudny do przewidzenia. Z perspektywy rynkowej najważniejsza jest ewolucja konfliktu z Iranem z powodu jego oddziaływania na ceny surowców energetycznych i paliw. Ewentualna utrata przez Republikanów większości nawet w jednej, a tym bardziej w obu izbach Kongresu (co wg sondaży jest scenariuszem najbardziej prawdopodobnym) drastycznie ograniczy sprawczość prezydenta w polityce wewnętrznej. W takiej sytuacji D.Trump może skoncentrować się na polityce zagranicznej, w której zachowa swoje główne prerogatywy niezależnie od rozkładu sił na Kapitolu i zdecydować się na radykalne rozwiązania, w szczególności dotyczące Bliskiego Wschodu, co zapewne podniosłoby i tak już bardzo wysokie ceny węgłowodórów. Ewentualna eskalacja, poprzez wzrost awersji do ryzyka oraz prognoz inflacyjnych, a w konsekwencji również oczekiwań dotyczących stóp procentowych Fed, sprzyjałoby umocnieniu dolara. Z kolei deeskalacja konfliktu ograniczyłaby te impulsy osłabiając USD. Dla amerykańskich obligacji eskalacja oznaczałaby ścieranie się popytu na bezpieczne aktywa z presją na wzrost rentowności wynikającą z ryzyka inflacyjnego z trudnym do przewidzenia efektem, choć raczej z tendencją do wyższych dochodowości. Deeskalacja sprzyjałaby natomiast spadkowi oczekiwań inflacyjnych, wspierając rynek długu.

Czy rynki zaczną już wyceniać zmianę władzy w 2028?

Ewentualna utrata przez Republikanów kontroli nad obiema izbami Kongresu może zostać zinterpretowana przez inwestorów jako sygnał zmiany nastrojów społecznych przed wyborami parlamentarnymi i prezydenckimi w 2028, choć oczywiście nie przesądzałyby o ich wyniku. W takim scenariuszu rynki mogłyby w pewnym stopniu uwzględnić możliwość przejęcia Kongresu i Białego Domu przez Demokratów i wyraźnej zmiany polityki gospodarczej od 2029, w szczególności podwyższenia podatków korporacyjnych oraz zaostrzenia regulacji, m.in. w sektorze technologicznym i finansowym. Taki scenariusz wpłynąłby negatywnie na wycenę spółek i poprzez międzynarodowe przepływy finansowe pośrednio wywarł presję na USD. Jest to jednak odległy i wysoce warunkowy kanał oddziaływania, zależny od konkretnych propozycji gospodarczych i wyników kolejnych wyborów.

Czy po wyborach wzrośnie ryzyko dalszego wzrostu cen ropy i gazu?

W kontekście wpływu wyborów połówkowych na rynki surowców energetycznych kluczowe będą decyzje D.Trumpa dotyczące wojny z Iranem. Wybory są hamulcem dla działań militarnych, jednak po 3 listopada polityczny koszt eskalacji wojny może zostać uznany przez prezydenta za akceptowalny. Ryzyko wzrostu cen ropy jest podwyższone, choć należy też zauważyć, że ceny węgłowodórów przynajmniej częściowo dyskontują ryzyko zaoognienia sytuacji w Zatoce Perskiej. Na rynku surowców energetycznych czeka nas zatem okres podwyższonej zmienności, z bilansem ryzyka przechylonym w stronę wzrostu cen. W średnim terminie warto rozpatrywać dwa scenariusze rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie: zakładający kontynuację konfliktu o umiarkowanej intensywności oraz przewidujący eskalację wojny z Iranem. W pierwszym przypadku prawdopodobna jest konsolidacja notowań ropy z tendencją wzrostową, uzależniona od skali zakłóceń dostaw surowca z regionu spowodowanych atakami Iranu oraz Huti w rejonie Zatoki Perskiej. W drugim przypadku znaczne pogorszenie perspektyw podaży surowca może doprowadzić do silnego wzrostu cen, nawet do rekordowych poziomów. Istotna deeskalacja na Bliskim Wschodzie sprzyjałaby ograniczeniu premii geopolitycznej i spadkowi notowań surowców energetycznych, jednak taki scenariusz wydaje się mniej prawdopodobny, ponieważ USA i Izrael nie osiągnęły dotąd zakładanych celów wojny.

Jak wybory w USA wpłyną na złotego i rentowności polskich obligacji?

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do polskich aktywów finansowych, w tym waluty i papierów dłużnych. Wiążemy to jednak przede wszystkim z korzystnymi perspektywami gospodarczymi oraz nadmiernymi, naszym zdaniem, obawami inflacyjnymi i w konsekwencji przeszacowaną przez rynek ścieżką stóp procentowych NBP. Nie sądzimy, żeby amerykańskie wybory połówkowe były kluczowe dla złotego i polskich obligacji, z wyjątkiem materializacji scenariusza geopolitycznej eskalacji. Wówczas z powodu wzrostu globalnej awersji do ryzyka oraz presji inflacyjnej pod wpływem wyższych cen węglowodorów ucierpią zarówno papiery dłużne, jak i waluta. Natomiast wpływ powyborczej korekty polityki gospodarczej USA będzie dla polskich aktywów pośredni, wynikający ze zmian notowań dolara i rentowności amerykańskich obligacji. Nie sądzimy, aby był on znaczący, jako że, jak już wcześniej zaznaczaliśmy, dla rynków finansowych istotniejsze są inne czynniki, nie związane bezpośrednio z ewentualnymi zmianami na Kapitolu.

Departament Analiz Ekonomicznych

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Menedżerka)	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
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO_Research](#)



Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

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.