

Przemysł się rozpęda

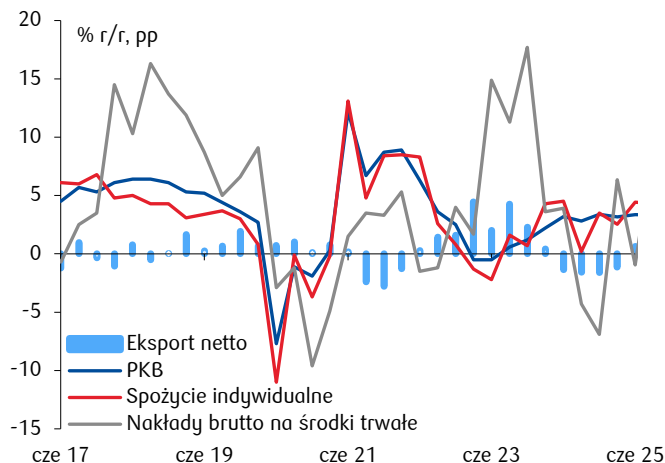
DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj w USA rynki pozostawały zamknięte z powodu święta Labor Day. Informacje o planowanym rozlokowaniu europejskich wojsk w Ukrainie po zakończeniu konfliktu wsparły oczekiwania na rozwój sektora obronnego, co przełożyło się na wzrost notowań europejskich spółek przemysłowych. Na krajowym rynku kolejny dzień utrzymywała się presja spadkowa - WIG20 obniżył się o 1,3%. Złoty lekko umocnił się względem głównych walut, a rentowności obligacji skarbowych nieznacznie spadły na całej długości krzywej.
- Dzisiejszy kalendarz nie obfituje w istotne publikacje, jednak uwagę powinien przyciągnąć odczyt inflacji HICP ze strefy euro, kluczowy przed wrześniową decyzją EBC. Konsensus zakłada, że inflacja HICP w strefie euro w sierpniu utrzymała się na poziomie 2,0% r/r, identycznym jak w lipcu i zgodnym z celem EBC. Dane cząstkowe z największych gospodarek również sugerują stabilizację. Ostatnie wypowiedzi członków EBC wskazują, że cykl obniżek stóp jest zakończony lub bliski końca, ewentualne zaskoczenie w dół w danych inflacyjnych mogłoby jednak otworzyć przestrzeń do kolejnej obniżki w kolejnych miesiącach.
- W USA opublikowany zostanie wskaźnik ISM dla przetwórstwa, dla którego oczekuje się niewielkiej poprawy, choć ostatnie miesiące wskazują na trend spadkowy. Ustalenie ostatecznych stawek celnych stabilizuje perspektywę globalnego handlu i może działać wspierająco na ten sektor, jednak istotny wzrost taryf i związane z nim problemy wciąż ciężą przemysłowi. Dla rynku czekającego na piątkowe dane o NFP ważny może być także sam subindeks zatrudnienia.
- Z ciekawych wydarzeń dziś rozpoczyna się 34. Forum Ekonomiczne w Karpaczu, które potrwa do 4 września. Jest to najważniejsze spotkanie polityczno-gospodarcze w regionie EŚW. Wypowiadać się będą przedstawiciele rządu i biznesu, co może przynieść zapowiedzi i deklaracje dotyczące nowych inwestycji.

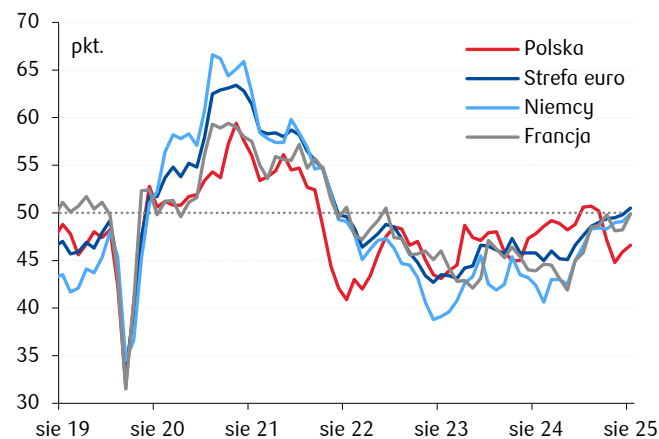
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: PKB w 2q25 wzrósł o 3,4% r/r (0,8% q/q), potwierdzając dane flash. Wzrost napędzała konsumpcja (+4,4% r/r wobec 2,5% r/r w 1q25),**

PKB i jego główne składowe



Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

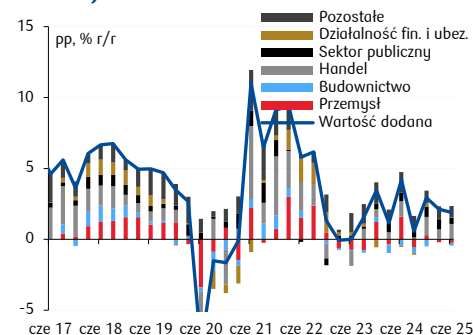
	Wartość 2025-09-01	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2575	-0,2
USDPLN	3,6353	-0,2
CHFPLN	4,5436	-0,4
GBPPLN	4,9296	0,1
EURUSD	1,1712	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,32	-3
PL5Y	4,95	1
PL10Y	5,54	-2
DE10Y	2,75	2
US10Y	4,22	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	103 939,8	-0,8
DAX	24 037,3	0,6
S&P500	6 460,3	0,0
Nikkej**	42 306,5	-1,0
Shanghai Comp.**	3 844,8	-0,3
Surowce:		
Złoto	3478,56	1,1
Ropa Brent	68,15	0,0

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.

wspierana realnym wzrostem płac, lepszymi nastrojami i spadającą skłonnością do oszczędzania. Wydatki konsumpcyjne pozostaną głównym motorem wzrostu PKB, a wspierać je będzie spadek inflacji i stóp NBP. **Inwestycje w 2q25 obniżyły się o 1,0% r/r** po silnym wzroście w 1q25 (+6,3% r/r), głównie przez wahania wydatków publicznych, w tym zbrojeniowych. **Ożywienie inwestycji w 2h25 pozostaje dla nas scenariuszem bazowym**, ale jego tempo ogranicza wolne wydatkowanie środków KPO. **Eksport netto odjął od wzrostu PKB 0,4 pp, mniej niż w 1q25**. Zmiana zapasów dodała 1 pp do dynamiki PKB, ale ich poziom się obniżył. Dane potwierdzają scenariusz solidnego wzrostu PKB w całym 2025, z konsumpcją jako głównym motorem i oczekiwanym przyspieszeniem inwestycji, mimo ryzyka opóźnień w KPO i niepewnego wkładu eksportu netto. Więcej w Makro Flashu: [Inwestycyjna huśtawka](#).

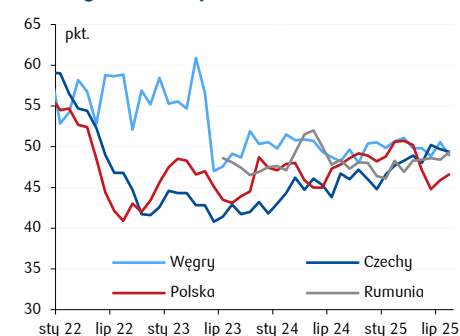
- POL: Indeks PMI dla przemysłu w sierpniu wzrósł do 46,6 pkt.**, sygnalizując dalszą dekoniunkturę, ale słabszą niż w lipcu, kiedy indeks wniósł 45,9 pkt. **Wzrost indeksu wspierały 4 z 5 subindeksów**. Produkcja i zamówienia, w tym eksportowe, spadały kolejny miesiąc, choć względem lipca wykazały poprawę. Malejące zaległości produkcyjne pokazują słaby popyt, szczególnie zagraniczny. Presja kosztowa pozostała niska, choć ceny wyrobów gotowych nieznacznie wzrosły. Lepszym sygnałem jest wzrost oczekiwań co do przyszłej produkcji – najwyższy od marca. Optymizm firm wiąże się m.in. z napływem funduszy KPO i oczekiwanym ożywieniem w Europie. Więcej w Makro Flashu: [PMI powoli goni zagranicę](#).
- EUR: PMI dla przemysłu w strefie euro w sierpniu wzrósł do 50,7 pkt. (wstępnie 50,5 pkt.) z 49,8 pkt. w lipcu, pierwszy raz od 3 lat sygnalizując ekspansję sektora.** Dynamika produkcji przyspieszała, a nowe zamówienia wzrosły po raz pierwszy od 3,5 roku – głównie dzięki popytowi krajowemu, przy dalszym spadku eksportu. Firmy redukowały zapasy i zakupy, mimo że czas dostaw ponownie się wydłużył. Zatrudnienie spadało marginalnie, a zaległości produkcyjne dalej malały. Koszty produkcji lekko wzrosły po pięciu miesiącach spadków, mimo to ceny detaliczne nadal były obniżane. Najsilniejsze wzrosty indeksów PMI odnotowały Grecja i Hiszpania, niewielkie Francja i Włochy, a Niemcy i Austria pozostały blisko stagnacji. Ożywienie wydaje się szerokie ale kruche – wspierane przez popyt wewnętrzny, który może częściowo zrównoważyć spadek eksportu i napięcia handlowe.
- EUR: Stopa bezrobocia w strefie euro w lipcu obniżyła się do 6,2% (sa) z 6,3% w czerwcu.** W całej UE stopa bezrobocia wyniosła 5,9% również obniżając się o 0,1pp względem czerwca. W Polsce stopa bezrobocia zharmonizowanego wyniosła 3,1%, utrzymując poziom z wcześniejszych miesięcy. Najniższe bezrobocie odnotowano na Malcie (2,6%) oraz w Słowenii (2,9%) gdzie w lipcu 2024 stopa bezrobocia wynosiła 4,1%. Najwyższy wskaźnik odnotowano w Hiszpanii, gdzie stopa bezrobocia wyniosła 10,4%, choć jest to znacząca poprawa, o 0,9pp r/r. Sytuacja na europejskim rynku pracy pozostaje stabilna.
- CZE: PMI dla przemysłu w sierpniu spadł do 49,4 pkt. względem 49,7 pkt. w lipcu, sygnalizując lekkie pogorszenie koniunktury.** Produkcja przestała się poprawiać z powodu problemów logistycznych i opóźnień dostaw, co skłoniło firmy do redukcji zatrudnienia i zakupów. Nowe zamówienia wzrosły natomiast najszybciej od lutego 2022, głównie w produkcji maszyn i materiałów budowlanych. Eksport jednak nadal spadał, do czego przyczyniły się wyższe cła USA, słaby popyt w Niemczech i niepewność geopolityczna. Koszty rosły najwolniej w tym roku, a ceny sprzedaży spadały 3. miesiąc z rzędu. Firmy korzystały z zapasów, które szybko się kurczyły. Mimo trudności, oczekiwania poprawiły się dzięki realizowanym inwestycjom.

Dekompozycja krajowej wartości dodanej*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. * W cenach stałych z 2020

Indeksy PMI dla państw EŚW*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *Dla Węgry wskaźnik PMI HALPIM

- **HUN:** Wskaźnik koniunktury przemysłu PMI HALPIM w sierpniu spadł do 48,9 pkt. z 50,5 pkt. w lipcu, wracając do strefy dekonunktury po tymczasowym odbiciu w lipcu.
- **EUR:** W [analizie](#) EBC wskazano, że w warunkach wysokiej niepewności gospodarczej skuteczność polityki pieniężnej znacząco spada - obniżki stóp procentowych mają wtedy słabszy wpływ na inflację i bezrobocie niż w stabilnych czasach. Niepewność mierzona zmiennością produkcji przemysłowej w strefie euro osiągnęła w 2025 poziom najwyższy od pandemii. Analizy pokazują, że efekty polityki pieniężnej w takich warunkach są często statystycznie nieistotne, co oznacza, że EBC, chcąc osiągnąć cele inflacyjne i gospodarcze, może być zmuszony do podejmowania bardziej zdecydowanych działań niż zwykle.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 29 sierpnia						
POL: Inflacja CPI (sie., wst.)	10:00	% r/r	3,1	2,9	2,9	2,8
GER: Inflacja CPI (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,1	--	2,2
USA: Dochody Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	0,4
USA: Wydatki Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,3	0,5	--	0,5
USA: Deflator PCE (lip.)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	2,6
USA: Inflacja bazowa PCE (lip.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	2,9
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-84,9	-89,7	--	-103,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.)	16:00	pkt.	61,7	58,6	--	58,2
Poniedziałek, 1 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (sie.)	3:45	pkt.	49,5	49,8	--	50,5
POL: PMI w przetwórstwie (sie.)	9:00	pkt.	45,9	46,9	46,8	46,6
POL: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	3,2	3,4	3,4	3,4
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	10:00	pkt.	49,8	50,5	--	50,7
Wtorek, 2 września						
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	0,0	0,1	--	--
EUR: Inflacja HICP (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,0	2,0	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (sie.)	16:00	pkt.	48,0	49,0	--	--
Środa, 3 września						
EUR: PMI w usługach (sie., rew.)	10:00	pkt.	51,0	50,7	--	--
EUR: Inflacja PPI (lip.)	11:00	% r/r	0,6	-0,1	--	--
USA: Raport JOLTS (lip.)	16:00	mln	7,437	7,373	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (lip.)	16:00	% m/m	-4,8	-1,4	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., rew.)	16:00	% m/m	-4,8	-2,8	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (.)	--	%	5,00	4,75	4,75	--
Czwartek, 4 września						
CZE: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:00	% r/r	2,7	2,5	2,6	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (lip.)	11:00	% r/r	3,1	2,4	--	--
USA: Raport ADP (sie.)	14:15	tys	104	80	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	229	230	--	--
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-60,2	-62,6	--	--
Piątek, 5 września						
GER: Zamówienia fabryczne (lip.)	8:00	% m/m	-1,0	0,5	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lip.)	8:00	% r/r	0,8	-0,5	--	--
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,3	--	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	1,5	1,4	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie.)	14:30	tys	73	75	75	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie.)	14:30	% r/r	3,9	3,7	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sie.)	14:30	%	4,2	4,3	--	--

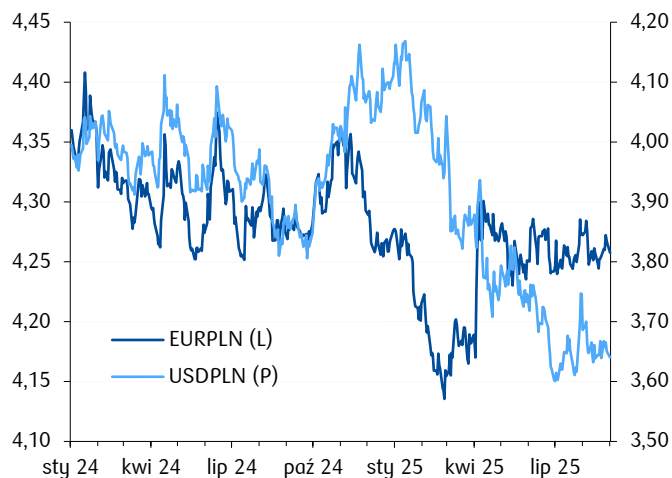
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

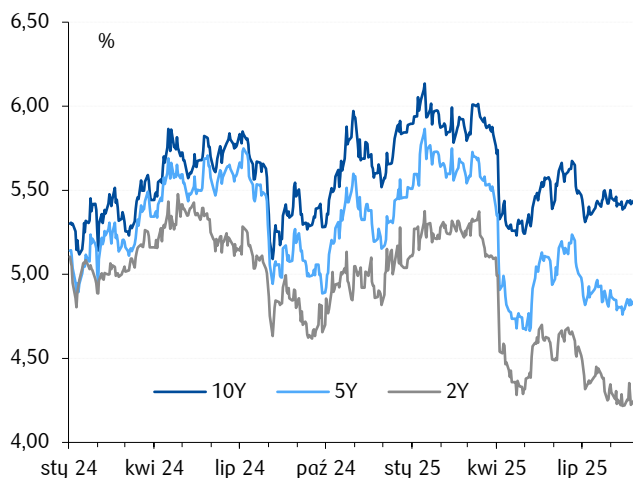
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2025-09-01	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2575	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-10,1
	USDPLN	3,6353	-0,2	-0,3	-1,7	-5,7	-23,4
	CHFPLN	4,5436	-0,4	0,1	-0,7	0,3	-7,1
	GBPPLN	4,9296	0,1	-0,1	0,5	-2,8	-11,1
	EURUSD	1,1712	0,1	0,2	1,3	5,8	17,3
	EURCHF	0,9371	0,2	-0,2	0,2	-0,5	-3,2
	GBPUSD	1,3550	0,3	0,3	1,9	3,0	15,9
	USDJPY	147,28	0,3	-0,1	0,0	0,2	6,2
	EURCZK	24,44	0,0	-0,4	-0,6	-2,4	-0,6
	EURHUF	394,88	-0,5	-0,6	-1,0	0,7	-3,5
Obligacje	PL2Y	4,32	-3	8	6	-53	-310
	PL5Y	4,95	1	10	10	-30	-190
	PL10Y	5,54	-2	10	10	3	-83
	DE2Y	1,96	1	-2	6	-46	86
	DE5Y	2,28	2	-4	5	5	97
	DE10Y	2,75	2	-1	12	41	125
	US2Y	3,62	0	-12	-7	-31	19
	US5Y	3,69	0	-10	-6	-2	43
	US10Y	4,22	0	-6	2	30	111
Akcje	WIG	103 939,8	-0,8	-4,2	-2,5	20,6	102,7
	WIG20	2 770,4	-0,8	-4,7	-3,8	12,8	76,1
	S&P500	6 460,3	0,0	0,3	2,1	14,4	60,3
	NASDAQ100	23 415,4	0,0	0,0	1,0	19,6	87,6
	Shanghai Composite**	3 844,8	-0,3	-1,0	7,3	36,8	18,6
	Nikkei**	42 301,3	-1,0	-1,2	5,0	9,3	51,7
	DAX	24 037,3	0,6	-1,0	1,2	27,0	86,4
	VIX	17,15	0,0	0,8	-14,2	11,3	-34,1
Surowce	Ropa Brent	68,2	0,0	-0,9	-0,9	-12,1	-35,2
	Ropa WTI	64,4	0,0	-1,3	-4,4	-13,6	-34,0
	Złoto	3478,6	1,1	3,1	3,1	39,1	99,9

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

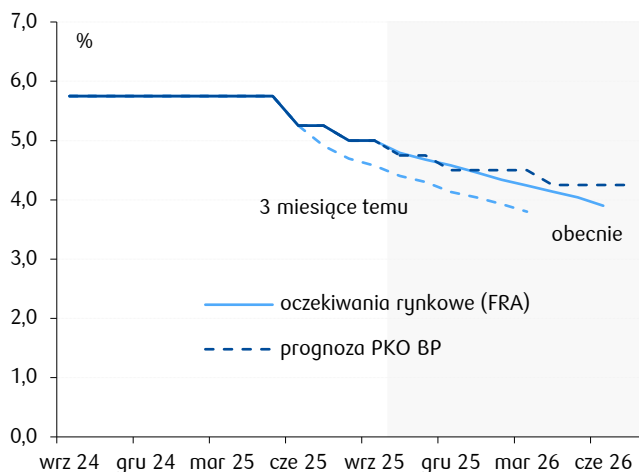
Notowania złotego wobec głównych walut



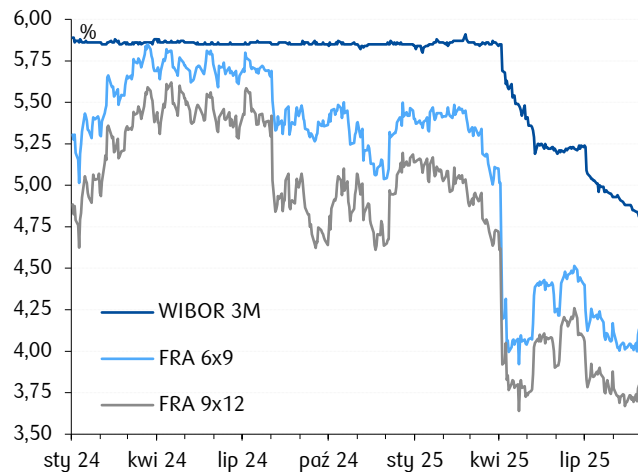
Rentowności polskich obligacji skarbowych



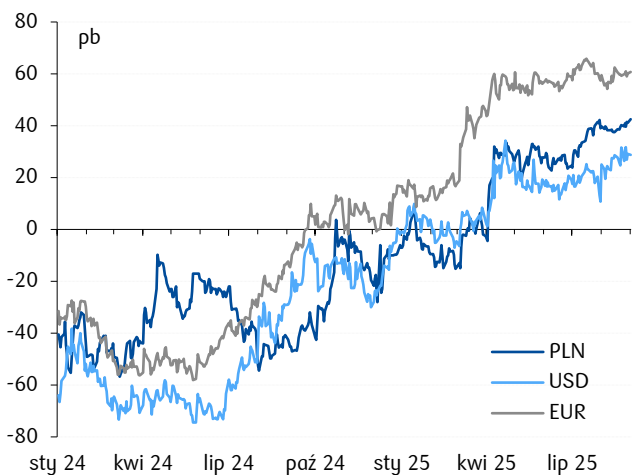
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



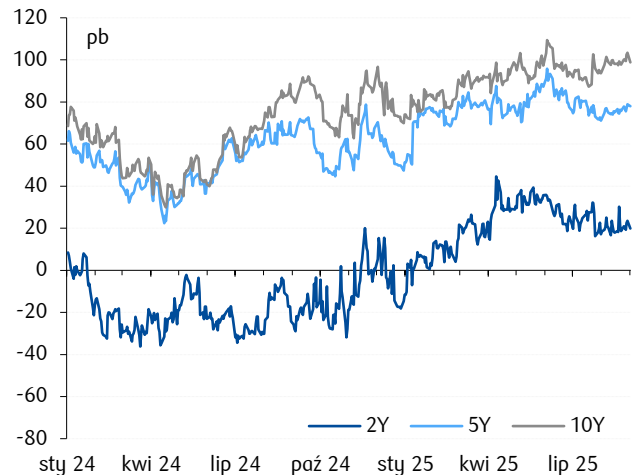
Krótkoterminowe stopy procentowe



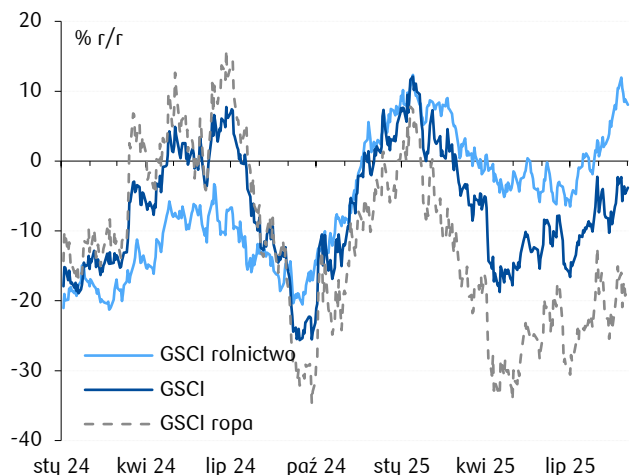
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



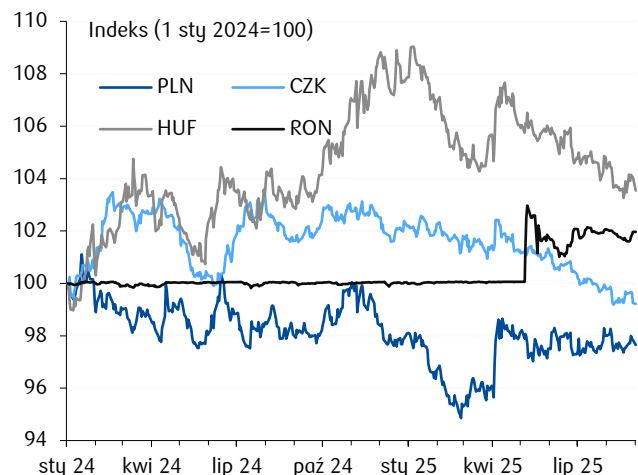
Spread asset swap dla PLN



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.

