

Umiarkowana poprawa nastrojów

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- W oczekiwaniu na piątkowe dane o zatrudnieniu w USA, które będą wskazówką co do kolejnych decyzji Fed, główne amerykańskie indeksy akcyjne wczoraj rosły. Podobnie było w Europie, choć WIG nie zmienił się istotnie. Dolar nieco osłabił się względem euro, zaś złoty osłabił się względem euro i minimalnie umocnił wobec dolara. Rentowności amerykańskich Treasuries obniżyły się na całej długości krzywej.
- Dziś w USA opublikowane zostaną dane o liczbie wolnych miejsc pracy (JOLTS) za sierpień, które mogą pokazać schłodzenie popytu na pracę i niewielki spadek liczby wakatów. Ponadto poznamy wrześniowy indeks zaufania konsumentów Conference Board, co do którego oczekiwany jest ponowny spadek - do 96 pkt. (wobec 97,4 pkt. w sierpniu). Lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy oraz ew. ponowny wzrost oczekiwań inflacyjnych konsumentów mogłyby studzić apetyt na kolejne obniżki stóp procentowych Fed w tym roku. W tle tych potencjalnie interesujących dla FOMC danych znajdują się informacje o cenach amerykańskich nieruchomości za lipiec (konsensus zakłada hamowanie w ujęciu r/r).
- Przed jutrzejszą publikacją wrześniowego indeksu HICP ze strefy euro (który wg konsensusu lekko wzrósł), dziś poznamy dane z Niemiec i Francji. W przypadku obu państw prognozowany jest wzrost tej miary inflacji (w Niemczech do 2,2% r/r a we Francji - do 1,3% r/r).
- W Polsce kluczowym wydarzeniem będzie publikacja wstępnego szacunku inflacji CPI za wrzesień. Prognozujemy, że wzrosła ona do 3,1% r/r wobec 2,9% r/r w sierpniu, głównie za sprawą wydarzeń z ubiegłego roku i efektu bazy w cenach paliw (we wrześniu 2024 obniżyły się o 3,4% m/m).
- Dziś warto też śledzić wystąpienia bankierów centralnych - z EBC wypowiadać się będą Ch.Lagarde, P.Cipollone, F.Elderson oraz J.Nagel a z Fed L.Logan, P.Jefferson, S.Collins, A.Goolsbee).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR:** Indeks nastrojów w gospodarce ESI wzrósł we wrześniu do 95,5 pkt. wobec 95,3 pkt. w sierpniu, lekko przewyższając oczekiwania. W kluczowych branżach (przemysł, usługi, handel) obserwowane było jednak minimalne pogorszenie nastrojów. Do poprawy ogólnego wskaźnika przyczynił się

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

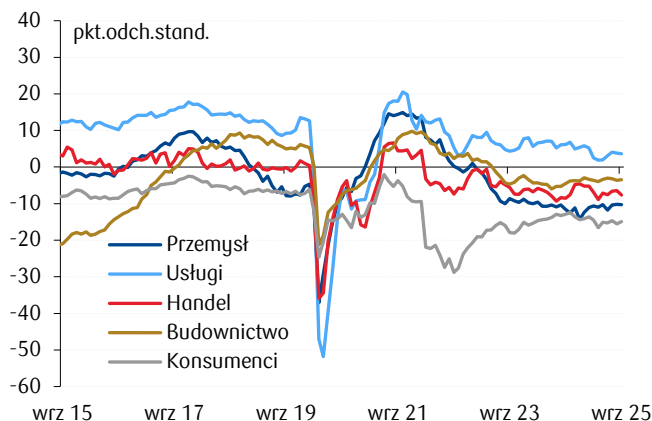
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

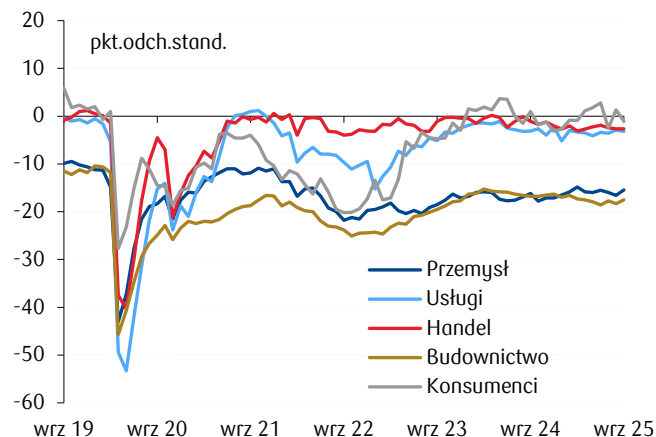
	Wartość 2025-09-29	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2710	0,1
USDPLN	3,6411	-0,3
CHFPLN	4,5659	-0,1
GBPPLN	4,8873	0,0
EURUSD	1,1730	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,31	0
PL5Y	4,92	0
PL10Y	5,54	-1
DE10Y	2,71	-4
US10Y	4,14	-4
Indeksy akcyjne:		
WIG	106 524,7	0,0
DAX	23 745,1	0,0
S&P500	6 661,2	0,3
Nikkej**	45 074,1	0,1
Shanghai		
Comp.**	3 882,3	0,5
Surowce:		
Złoto	3824,20	1,3
Ropa Brent	67,97	-3,1

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.

Indeksy ESI dla strefy euro



Indeksy ESI dla Polski



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

marginalny wzrost koniunktury w budownictwie oraz nastrojów konsumenckich. Indeks zaufania konsumentów we wrześniu finalnie wzrósł do -14,9 pkt., co oznacza utrzymanie wstępnego szacunku i niewielką poprawę względem sierpnia.

- **POL:** Indeks nastrojów w gospodarce ESI we wrześniu wzrósł do 100 pkt. z 99,9 pkt. w sierpniu dzięki nieznacznemu odbiciu koniunktury we wciąż najgorzej ocenianych branżach: przemyśle i budownictwie. Jednocześnie marginalnie pogorszyły się nastroje w usługach, gorzej niż przed miesiącem była oceniana również koniunktura konsumencka.
- **CHN:** Indeks PMI w przetwórstwie we wrześniu wzrósł do 49,8 pkt. z 49,4 pkt. w sierpniu, nieco powyżej oczekiwań wzrostu do 49,6 pkt. Jednocześnie wskaźnik PMI w usługach obniżył się do 50,0 pkt. wobec 50,3 pkt. miesiąc wcześniej (kons.: 50,2 pkt.). Wskaźnik kompozytowy wzrósł we wrześniu do 50,6 pkt. z 50,5 pkt. w sierpniu.
- **POL:** Wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych według BIK w sierpniu wzrosła o 40,4% r/r, do 8,882 mld PLN. W ujęciu miesięcznym spadek wyniósł 11,9%. Liczba kredytów w sierpniu wzrosła o 29,5% r/r (-13,9% m/m). Średnia wartość kredytu mieszkaniowego wzrosła o 8,4% r/r i wyniosła 457,4 tys. PLN.
- **USA:** Wiceprezydent J.D.Vance nie wykluczył, że dojdzie do zawieszenia działalności rządu (*shutdown*). Spotkanie liderów Demokratów i Republikanów z obu izb Kongresu z Prezydentem D.Trumpem zakończyło się bez porozumienia, które pozwoliłoby uniknąć tego scenariusza. Rządowe fundusze wygasają za niecałą dobę, a ich przedłużenie wymaga zgody Kongresu. Każdego roku do 1 października Kongres musi zatwierdzić finansowanie rządu, a jeśli nie dojdzie do porozumienia, to od jutra administracja może zmierzyć się z brakiem finansowania. Stanowicy w Kongresie mniejszość Demokraci domagają się od Republikanów ustępstw w postaci zwiększenia nakładów na dopłaty do prywatnych ubezpieczeń zdrowotnych. Jednak przeciwnych ustępstw domaga się część skrajnego skrzydła Republikanów, która żąda większych oszczędności. Do przegłosowania prowizorium w Senacie potrzebne są głosy wszystkich 53 Republikanów i co najmniej siedmiorga Demokratów.
- **USA:** Prezydent D.Trump we [wpisie](#) na platformie Truth Social ogłosił, że wprowadzi 100% cło na filmy produkowane poza Stanami Zjednoczonymi. Nie sprecyzował kiedy miałyby ono zostać wprowadzone, ani czy obowiązywałyby jakiegokolwiek wyłączenia. Jest to kolejna zapowiedź ceł dotyczących branży filmowej – Prezydent USA ogłaszał je już w maju, lecz do tej pory nie zostały podjęte w tej sprawie żadne decyzje. W kolejnym [wpisie](#) zapowiedział, że nałoży wysokie cła na każdy kraj, który nie produkuje mebli w Stanach Zjednoczonych, a szczegóły rozwiązania przedstawi wkrótce. W ubiegłym tygodniu D.Trump zapowiedział wprowadzenie 50% cła na zagraniczne szafki kuchenne i meble łazienkowe oraz 30% na meble tapicerowane. Zgodnie z zapowiedziami cła miałyby obowiązywać od 1 października.
- **USA:** B.Hammack (Cleveland Fed) uważa, że inflacja w USA pozostanie powyżej celu 2% co najmniej do końca 2027, głównie przez uporczywy wzrost cen w usługach. Z tego powodu sprzeciwia się obniżkom stóp i opowiada za utrzymaniem restrykcyjnej polityki pieniężnej. J.Williams (New York Fed) powiedział, że ryzyka dla inflacji zmalały, natomiast wzrosły ryzyka dla zatrudnienia. A.Musalem (St. Louis Fed) powiedział, że jest otwarty na kolejne obniżki stóp procentowych, jednak decydenci powinni być ostrożni, gdyż inflacja jest wciąż powyżej celu inflacyjnego. Dodał, że obecne nastawienie Fed jest pomiędzy neutralnym a umiarkowanie restrykcyjnym.

- **EUR:** Główny ekonomista EBC P.Lane powiedział, że nie dostrzega istotnych ryzyk dla inflacji. Dodał, że wygląda na to, że strefa euro nie powróci do przedpandemicznego stanu równowagi z bardzo niską inflacją, ale też nie ma poważnego ryzyka, że inflacja będzie kształtować się zauważalnie powyżej celu inflacyjnego EBC. G.Makhlouf (Prezes Banku Irlandii) powiedział, że EBC jest bliski końca cyklu obniżek stóp procentowych. Nie wykluczamy jeszcze jednej, ostatniej w cyklu obniżki na koniec tego roku.
- **POL:** W 2024 przeciętne miesięczne wydatki na osobę w gospodarstwach domowych wzrosły o 10,8%, a najsilniejszy wzrost zaobserwowano w gospodarstwach rencistów, pracowników najemnych i samozatrudnionych. Najszybciej rosły wydatki na transport (+35,9%) i edukację (+35,7%) oraz rekreację i kulturę (+28,2%).
- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 28 września podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 51,8% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 26 września						
USA: Dochody Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,4	0,3	--	0,4
USA: Deflator PCE (sie.)	14:30	% r/r	2,6	2,7	--	2,7
USA: Inflacja bazowa PCE (sie.)	14:30	% r/r	2,9	2,9	--	2,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., rew.)	16:00	pkt.	58,2	55,4	--	55,1
Poniedziałek, 29 września						
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., rew.)	11:00	pkt.	-15,5	-14,9	--	-14,9
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (wrz.)	11:00	pkt.	95,3	95,3	--	95,5
Wtorek, 30 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (wrz.)	3:45	pkt.	49,4	49,6	--	49,8
HUN: Saldo handlowe (sie.)	8:30	mln EUR	578	600	--	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,4	2,6	--	--
GER: Stopa bezrobocia (wrz.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
POL: Inflacja CPI (wrz., wst.)	10:00	% r/r	2,9	3,0	3,1	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,0	--	--	--
GER: Inflacja CPI (wrz., wst.)	14:00	% r/r	2,2	2,3	--	--
GER: Inflacja HICP (wrz., wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,2	--	--
USA: Ceny nieruchomości (lip.)	15:00	% r/r	2,14	1,91	--	--
USA: Raport JOLTS (sie.)	16:00	mln	7,181	7,170	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (wrz.)	16:00	pkt.	97,4	96,0	--	--
Środa, 1 października						
POL: PMI w przetwórstwie (wrz.)	9:00	pkt.	46,6	47,0	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	9:55	pkt.	49,8	48,5	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	10:00	pkt.	50,7	49,5	--	--
EUR: Inflacja HICP (wrz., wst.)	11:00	% r/r	2,0	2,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (wrz., wst.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
USA: Raport ADP (wrz.)	14:15	tys	54	50	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	15:45	pkt.	53,0	52,0	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (wrz.)	16:00	pkt.	48,7	49,0	--	--
Czwartek, 2 października						
ROM: Stopa bezrobocia (sie.)	8:00	%	5,8	--	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	218	225	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (sie.)	16:00	% m/m	-1,3	1,4	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie., rew.)	16:00	% m/m	-2,7	2,9	--	--
Piątek, 3 października						
GER: PMI w usługach (wrz., rew.)	9:55	pkt.	49,3	52,5	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz., rew.)	10:00	pkt.	50,5	51,4	--	--
EUR: Inflacja PPI (sie.)	11:00	% r/r	0,2	-0,3	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz.)	14:30	tys	22	50	40	--
USA: Stopa bezrobocia (wrz.)	14:30	%	4,3	4,3	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz.)	14:30	% r/r	3,7	3,7	--	--

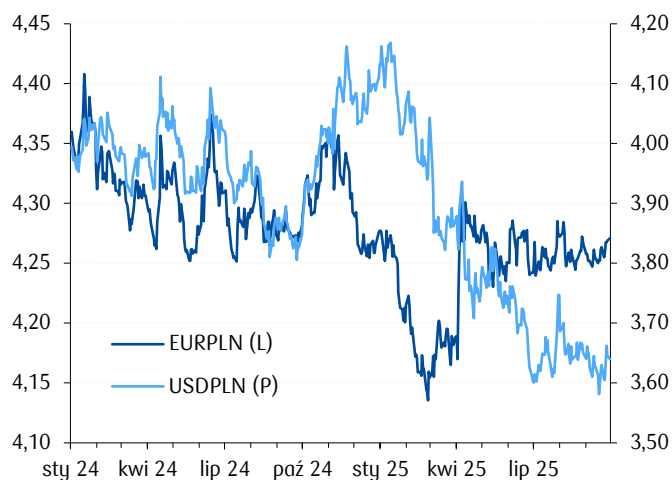
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

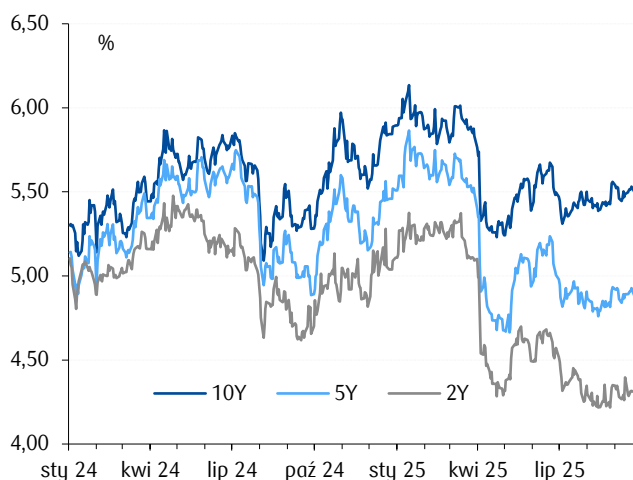
		Wartość 2025-09-29	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2710	0,1	0,4	0,3	-0,2	-10,1
	USDPLN	3,6411	-0,3	0,7	0,2	-5,1	-26,0
	CHFPLN	4,5659	-0,1	0,3	0,5	0,4	-8,1
	GBPPLN	4,8873	0,0	0,3	-0,9	-5,0	-7,6
	EURUSD	1,1730	0,3	-0,4	0,2	5,1	21,6
	EURCHF	0,9355	0,2	0,1	-0,2	-0,6	-2,2
	GBPUSD	1,3419	0,1	-0,6	-1,0	0,0	24,3
	USDJPY	148,64	-0,6	0,5	0,9	3,9	3,0
	EURCZK	24,30	-0,1	0,2	-0,6	-3,6	-1,5
	EURHUF	391,43	0,1	0,7	-0,9	-1,4	-4,3
Obligacje	PL2Y	4,31	0	1	-3	-39	-259
	PL5Y	4,92	0	4	0	3	-216
	PL10Y	5,54	-1	4	1	26	-127
	DE2Y	2,02	-1	1	7	-5	8
	DE5Y	2,31	-3	-1	3	36	23
	DE10Y	2,71	-4	-4	-4	58	62
	US2Y	3,63	-1	3	2	-1	-68
	US5Y	3,74	-2	4	5	18	-42
	US10Y	4,14	-4	-1	-8	35	26
Akcje	WIG	106 524,7	0,0	1,1	2,5	27,9	125,8
	WIG20	2 832,0	0,0	1,1	2,2	21,9	97,6
	S&P500	6 661,2	0,3	-0,5	3,1	15,6	82,2
	NASDAQ100	24 611,4	0,4	-0,6	5,1	22,7	118,7
	Shanghai Composite**	3 884,2	0,6	1,5	0,2	16,4	27,3
	Nikkei**	45 081,9	0,1	-0,9	6,9	18,9	70,6
	DAX	23 745,1	0,0	0,9	-1,2	22,9	94,2
	VIX	17,75	1,4	-1,7	3,5	-5,8	-42,6
Surowce	Ropa Brent	68,0	-3,1	2,1	-0,3	-5,3	-19,1
	Ropa WTI	64,3	-3,4	2,0	-0,1	-6,5	-16,7
	Złoto	3824,2	1,3	2,7	9,9	45,2	132,6

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

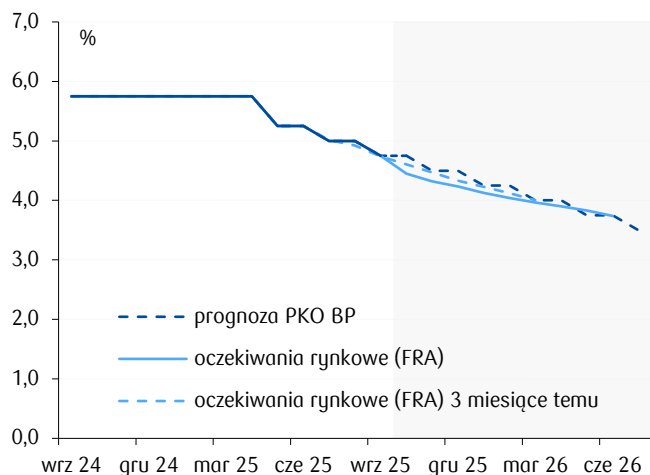
Notowania złotego wobec głównych walut



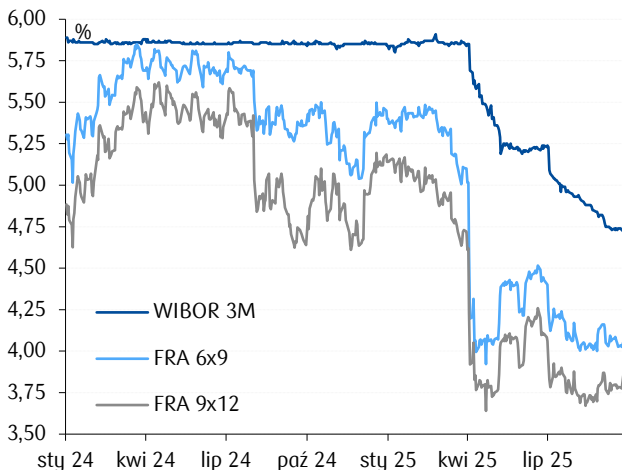
Rentowności polskich obligacji skarbowych



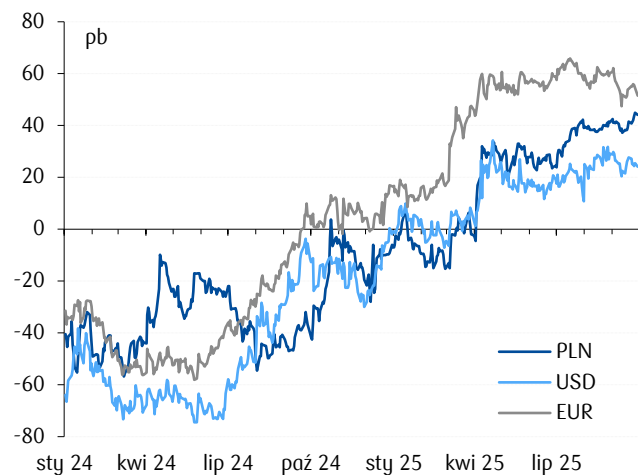
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



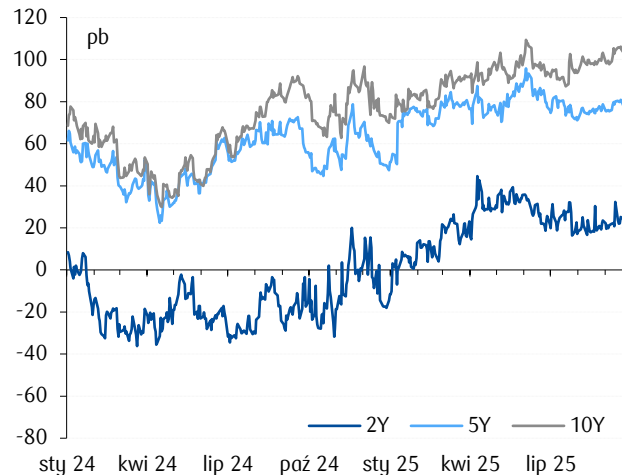
Krótkoterminowe stopy procentowe



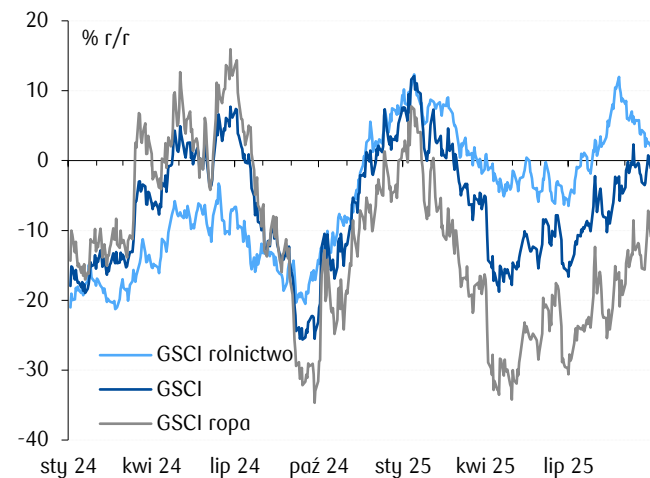
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



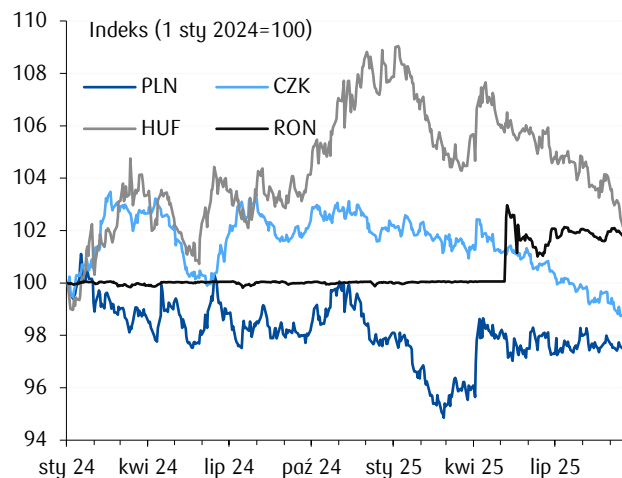
Spread asset swap dla PLN



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.

