

Polski PMI wraca do europejskich poziomów

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Trwający w USA *shutdown* rządu federalnego generuje podwyższoną niepewność na rynkach, związaną m.in. z obawami o kolejną decyzję FOMC, który w obliczu opóźnień publikacji kluczowych danych gospodarczych będzie musiał się opierać na alternatywnych wskaźnikach. Słabsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu publikowane przez ADP wzbudziły więc większe niż zwykle zainteresowanie i podsyłyły oczekiwania na obniżkę stóp Fed w październiku, czego przejawem były wczorajsze spadki rentowności obligacji w USA. A końca *shutdownu* na razie nie widać – wczoraj w Senacie zabrakło 5 głosów by przyjąć siedmioletnie prognozy budżetowe. Dolar nieco osłabił się wobec głównych walut. Zmienność na rynku krajowym była ograniczona.
- Zaplanowane na dziś publikacje z USA (dane o zasiłkach dla bezrobotnych oraz zamówieniach w przemyśle) w związku z trwającym *shutdownem* mogą być wstrzymane. Departamenty Pracy i Handlu w USA już zapowiedziały, że w razie braku finansowania dane nie będą publikowane. Ostatnie tygodniowe informacje o bezrobociu potwierdziły, że wzrost liczby nowych wniosków był przejściowy, a w ostatnich dostępnych danych ich poziom powrócił już w okolice średniej z ostatnich miesięcy. Dane o zamówieniach na dobra trwałe również nie powinny zaskoczyć – wstępny szacunek wskazał na ich wzrost w sierpniu o 2,9% m/m.
- Dziś wypowiadać się mają: L.Logan z Fed oraz L.deGuindos z EBC.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Wskaźnik PMI we wrześniu wzrósł do 48,0 pkt. z 46,6 pkt. w sierpniu i był wyższy od oczekiwań (PKO: 46,9 pkt., kons.: 47,0 pkt.). Po głębokim i zaskakującym spadku w maju i czerwcu, od lipca PMI systematycznie pnie się w górę, a w minionym miesiącu jego poziom był już bardzo zbliżony do notowanego w strefie euro. Co ciekawe, w ostatnich miesiącach oceny koniunktury w polskim przetwórstwie były nie tylko wyraźnie gorsze niż we Francji, ale też słabsze niż w Niemczech, borykających się z poważnym kryzysem w tej branży. Więcej w Makro Flashu: [PMI wychodzi z wiosennego dołka](#).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

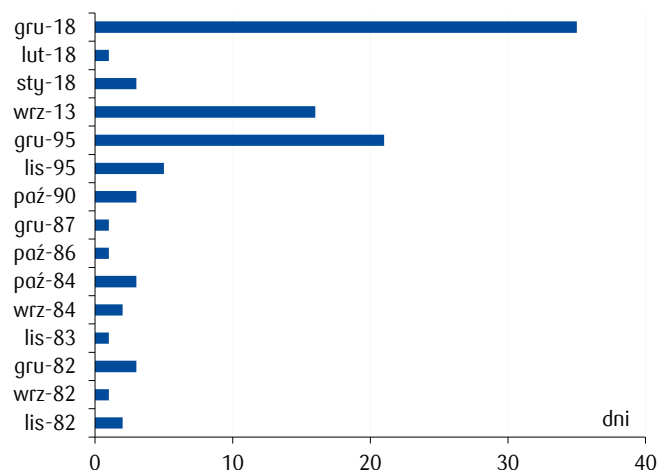
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

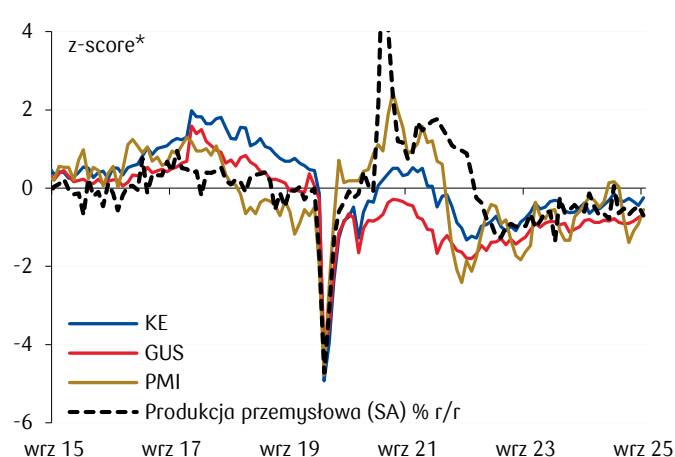
	Wartość 2025-10-01	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2578	-0,1
USDPLN	3,6252	-0,1
CHFPLN	4,5477	-0,3
GBPPLN	4,8958	0,1
EURUSD	1,1745	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,25	2
PL5Y	4,90	4
PL10Y	5,49	0
DE10Y	2,71	0
US10Y	4,11	-4
Indeksy akcyjne:		
WIG	107 121,5	0,7
DAX	24 113,6	1,0
S&P500	6 711,2	0,3
Nikkej**	45 042,1	1,1
Shanghai Comp.**	3 882,8	0,0
Surowce:		
Złoto	3867,58	0,9
Ropa Brent	65,35	-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.

Długość shutdownów w USA



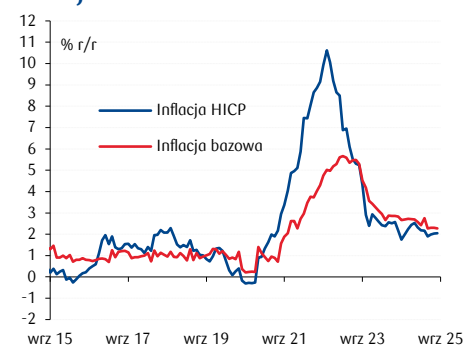
Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym w Polsce



Źródło: Congressional Research Service, S&P Markit, Macrobond, GUS, PKO Bank Polski, *z-score pokazuje ile odchylen standardowych dana wartość leży od średniej.

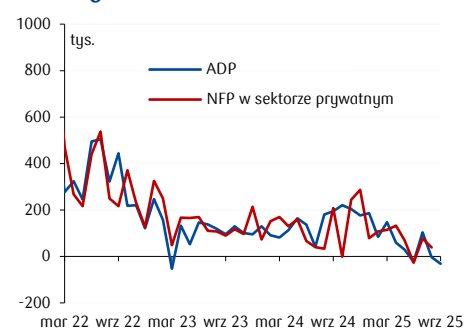
- **EUR:** Ceny konsumpcyjne mierzone indeksem HICP we wrześniu wzrosły wg wstępnego szacunku o 2,2% r/r, nieco silniej niż w sierpniu (2,0% r/r). W ujęciu m/m ceny wzrosły o 0,1%. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii, alkoholu i tytoniu pozostała na poziomie 2,3% r/r. Wzrost inflacji był zgodny z oczekiwaniami i wynikał z efektów bazy w cenach energii i usług. Dane wspierają scenariusz pozostawienia stóp procentowych bez zmian na najbliższym posiedzeniu EBC.
- **USA:** Zatrudnienie w sektorze prywatnym wg raportu ADP we wrześniu spadło o 32 tys., wobec oczekiwanego wzrostu o 50 tys., po rewizji w dół danych za ubiegły miesiąc. Spadek wynikał z technicznej korekty danych w celu uspoźnienia ich ze zbiorem BLS QCEW (Kwartalny Spis Zatrudnienia i Wynagrodzeń Biura Statystyki Pracy). Bez korekty statystycznej utrzymałby się niewielki wzrost zatrudnienia, bo sama kalibracja obniżyła wynik o ok. 43 tys. osób. Spadki koncentrowały się w firmach zatrudniających mniej niż 500 pracowników. Dane, nawet uwzględniając zmianę próby, potwierdzają tendencję wyraźnego spowolnienia wzrostu zatrudnienia widoczną w oficjalnych danych NFP. W związku z trwającym shutdownem dane ADP mogą być jedynymi opublikowanymi w tym tygodniu informacjami z rynku pracy.
- **USA:** Indeks PMI w przemyśle we wrześniu spadł do 52 pkt. wobec 53 pkt. w sierpniu, zgodnie z wcześniejszym wstępnym szacunkiem. Tym samym PMI utrzymał się po raz 4. z rzędu powyżej poziomu neutralnego. Solidna, choć nieco słabsza niż przed miesiącem, ekspansja, wynikała ze wzrostu produkcji i nowych zamówień (hamowanego jednak spadkiem popytu z zagranicy, głównie Kanady i Meksyku). Przemysłowy ISM we wrześniu wyniósł 49,1 pkt. i był nieco wyższy zarówno od konsensusu (49 pkt.), jak i sierpniowego poziomu (48,7 pkt.). Badanie ISM potwierdza wzrost produkcji w przemyśle, ale jednocześnie wskazuje na spadek zamówień względem sierpnia.
- **EUR:** Indeks PMI w sektorze przemysłowym we wrześniu wyniósł finalnie 49,8 pkt. -więcej niż szacowano wstępnie (49,5 pkt.), ale mniej niż w sierpniu (50,7 pkt.). Pogorszenie warunków działalności w przemyśle pod koniec 3q wynikało ze spadku tempa napływu nowych zamówień i redukcji zatrudnienia. Wśród ośmiu monitorowanych państw strefy euro objętych badaniem PMI poprawa obserwowana była w Holandii, Grecji, Hiszpanii i Irlandii. Pogorszenie koniunktury odnotowano w trzech największych gospodarkach unii walutowej: Niemczech, Francji i Włoszech, gdzie wskaźniki PMI dla przemysłu spadły poniżej 50 pkt.
- **GER:** Przemysłowy PMI we wrześniu zaskoczył pozytywnie wyższym o 1pp wynikiem niż wskazywał wstępny szacunek. Finalnie wyniósł 49,5 pkt. wobec 49,8 pkt. w sierpniu. Spadek względem sierpnia wynikał ze słabszych nowych zamówień i zatrudnienia. Jednocześnie niemieccy producenci odnotowali we wrześniu najsilniejszy wzrost produkcji od ponad 3 lat. Oczekiwania biznesowe na nadchodzący rok spadły do najniższego poziomu w 2025.
- **USA:** Sąd najwyższy uniemożliwił D.Trumpowi natychmiastowe zwolnienie L.Cook ze stanowiska w Zarządzie Fed. Sąd wydał postanowienie o odroczeniu rozpatrzenia wniosku Prezydenta do czasu wysłuchania przez sędziów ustnych argumentów w tej sprawie w styczniu 2026. Decyzja oznacza, że L.Cook będzie mogła kontynuować pracę w banku centralnym co najmniej do początku przyszłego roku.
- **USA:** A.Goolsbee (Fed w Chicago, głosujący członek FOMC) przyznał, że wyprzedzające obniżki stóp procentowych w sytuacji, kiedy inflacja jest za wysoka i rośnie, w nadziei że wzrosty są przejściowe, budzą jego niepokój. Zwłaszcza, jeśli bierze się pod uwagę historię podwyższonej inflacji z ostatnich

Inflacja w strefie euro



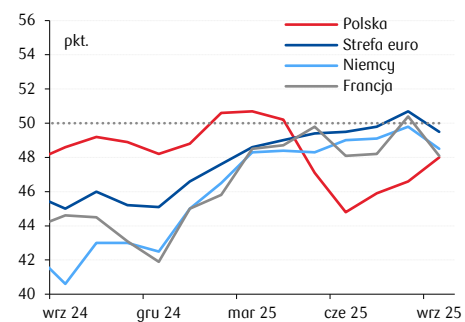
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zatrudnienie w sektorze prywatnym w USA wg ADP i NFP



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

czterech lat. Szef Fed w Chicago nadal widzi możliwość obniżek stóp procentowych, jednak takie decyzje wymagają jego zdaniem więcej jasności co do sytuacji w gospodarce.

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	--	557
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,4	2,6	--	2,6
GER: Stopa bezrobocia (wrz.)	9:55	%	6,3	6,3	--	6,3
POL: Inflacja CPI (wrz., wst.)	10:00	% r/r	2,9	3,0	3,1	2,9
CZE: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,2	--	--	3,5
GER: Inflacja CPI (wrz., wst.)	14:00	% r/r	2,2	2,3	--	2,4
GER: Inflacja HICP (wrz., wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,2	--	2,4
USA: Ceny nieruchomości (lip.)	15:00	% r/r	1,9	1,9	--	1,7
USA: Raport JOLTS (sie.)	16:00	mln	7,21	7,17	--	7,23
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (wrz.)	16:00	pkt.	97,4	96,0	--	94,2
Środa, 1 października						
POL: PMI w przetwórstwie (wrz.)	9:00	pkt.	46,6	47,0	46,9	48,0
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	9:55	pkt.	49,8	48,5	--	49,5
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	10:00	pkt.	50,7	49,5	--	49,8
EUR: Inflacja HICP (wrz., wst.)	11:00	% r/r	2,0	2,2	--	2,2
EUR: Inflacja bazowa (wrz., wst.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	2,3
USA: Raport ADP (wrz.)	14:15	tys	-3	50	--	-32
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	15:45	pkt.	53,0	52,0	--	52,0
USA: ISM w przetwórstwie (wrz.)	16:00	pkt.	48,7	49,0	--	49,1
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	--	--

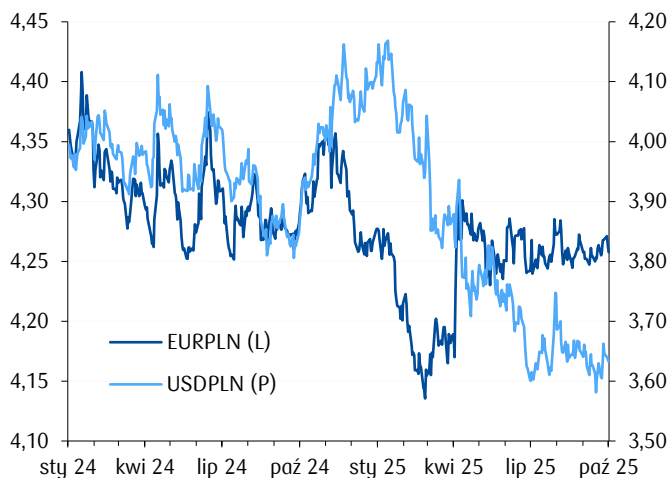
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

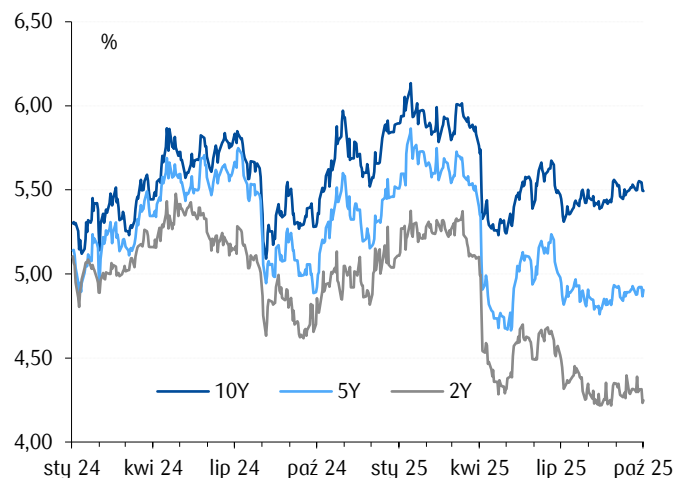
		Wartość 2025-10-01	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2578	-0,1	-0,2	0,1	-0,9	-11,7
	USDPLN	3,6252	-0,1	-0,2	-0,6	-6,9	-27,6
	CHFPLN	4,5477	-0,3	-0,6	0,2	-0,6	-10,9
	GBPPLN	4,8958	0,1	0,2	-0,2	-5,1	-9,0
	EURUSD	1,1745	0,0	0,0	0,7	6,4	22,0
	EURCHF	0,9363	0,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,9
	GBPUSD	1,3506	0,3	0,4	0,5	1,9	25,7
	USDJPY	146,87	-0,6	-1,3	-0,9	0,5	1,6
	EURCZK	24,25	-0,3	-0,2	-0,8	-4,3	-1,7
	EURHUF	388,95	-0,2	-0,5	-1,2	-2,9	-6,2
Obligacje	PL2Y	4,25	2	-14	-10	-54	-287
	PL5Y	4,90	4	3	-2	-9	-238
	PL10Y	5,49	0	0	-4	13	-155
	DE2Y	2,02	0	-1	5	-3	17
	DE5Y	2,31	0	-2	2	37	25
	DE10Y	2,71	0	-3	-3	61	57
	US2Y	3,54	-7	-6	-8	-9	-55
	US5Y	3,68	-6	-3	-2	13	-24
	US10Y	4,11	-4	-4	-12	33	40
Akcje	WIG	107 121,5	0,7	0,6	2,5	29,3	125,7
	WIG20	2 850,4	0,8	0,8	2,3	23,0	98,6
	S&P500	6 711,2	0,3	1,1	4,1	17,5	80,5
	NASDAQ100	24 800,9	0,5	1,2	5,9	25,2	115,8
	Shanghai Composite**	3 882,8	0,0	0,8	1,8	16,4	27,5
	Nikkei**	45 044,3	1,1	-1,3	7,4	19,1	72,1
	DAX	24 113,6	1,0	1,9	2,2	25,8	97,9
	VIX	19,15	8,9	6,1	-1,4	0,2	-35,9
Surowce	Ropa Brent	65,4	-2,5	-5,7	-3,3	-11,6	-26,8
	Ropa WTI	62,6	-0,9	-4,3	-2,8	-11,5	-24,2
	Złoto	3867,6	0,9	3,0	8,5	46,4	134,1

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

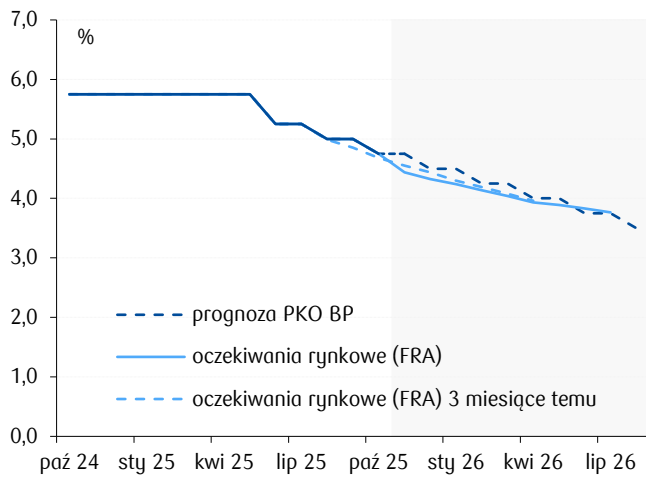
Notowania złotego wobec głównych walut



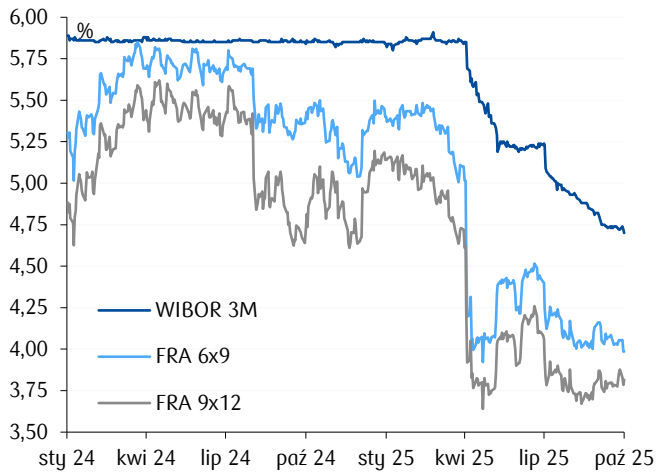
Rentowności polskich obligacji skarbowych



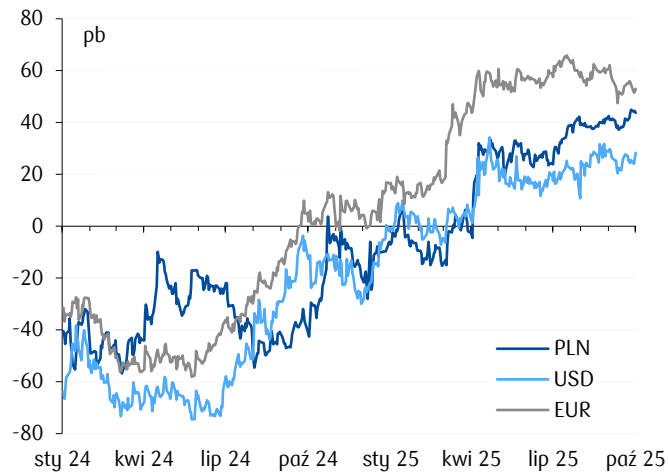
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



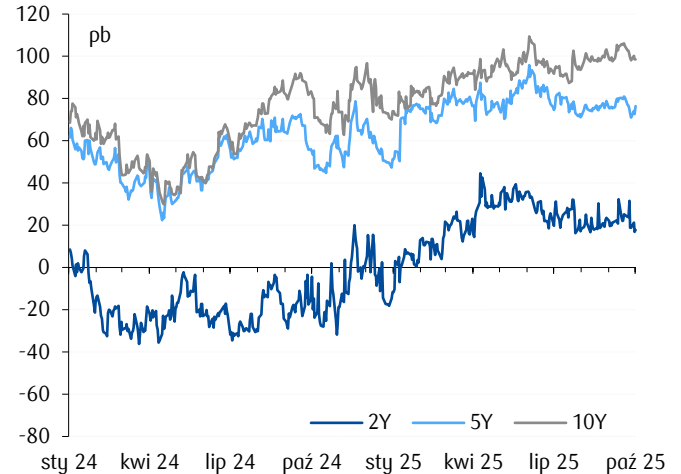
Krótkoterminowe stopy procentowe



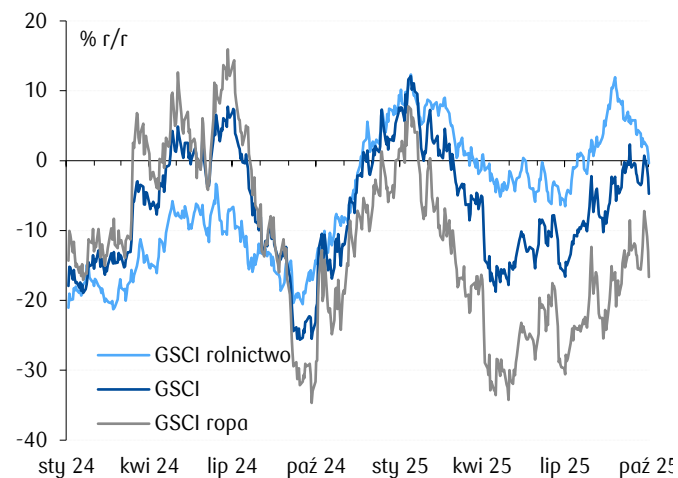
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



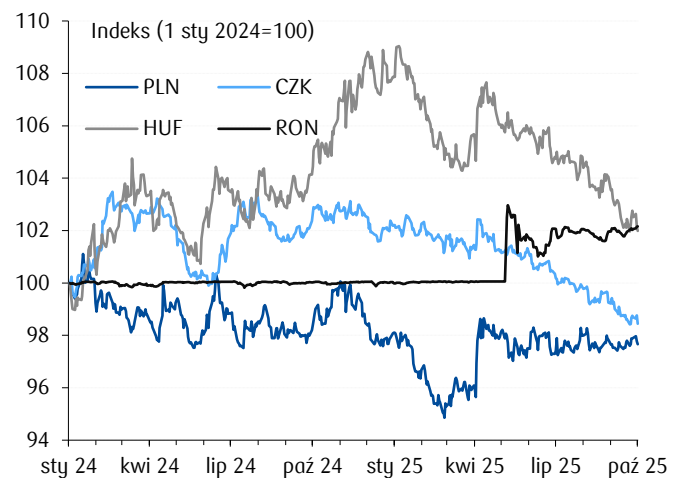
Spread asset swap dla PLN



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.

