

Bezdenne mgła

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Na koniec ubiegłego tygodnia wyceny akcji w USA rosły pomimo trwającego zawieszenia działalności administracji rządowej. Dolar osłabił się nieco względem euro, zaś złoty pozostał stabilny wobec euro i umocnił się w relacji do dolara w okolice 3,62. Nieznacznie rosły rentowności amerykańskich *Treasuries*, podczas gdy niemieckie papiery były stabilne. Rentowności krajowych SPW lekko wzrosły. Dziś na rynkach azjatyckich zapanowała euforia, spowodowana zwycięstwem S.Takaichi w wewnętrznych wyborach w partii Liberalnych Demokratów. S.Takaichi, zwolenniczka aktywnej polityki gospodarczej, najpewniej zostanie pierwszą kobietą na stanowisku Premiera Japonii. W rezultacie główny indeks giełdowy wzrósł o 4,8% a jen osłabił się o 2% względem dolara.
- Cieniem nad nowym tygodniem, podobnie jak nad drugą połową poprzedniego, będzie kładł się *government shutdown* w USA. Jego kontynuacja może opóźnić publikację kolejnych oficjalnych danych makro z gospodarki, co jeszcze bardziej zwiększy niepewność w jakiej operują amerykańskie władze monetarne. Na rynkach bazowych najciekawiej zapowiada się śródowa publikacja *minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC, nieco mniej uwagi przyciągną publikowane w czwartek *minutes* EBC. W kraju ciekawie zapowiada się posiedzenie RPP, którego wynik nie jest przesądzony – wśród ankietowanych przez „Parkiet” zespołów analitycznych 9 oczekuje obniżki o 25pb, a 9 stabilizacji stóp.
- Kluczowym wydarzeniem gospodarczym w USA będzie publikacja *minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC, na którym Fed dokonał pierwszej w tym roku (i w kadencji D.Trumpa) obniżki stóp procentowych o 25pb. Taka decyzja zjednoczyła prawie wszystkich z FOMC za wyjątkiem nowego członka Zarządu Fed. S.Mirana, który preferował obniżkę o 50pb. Dokument pozwoli dokładniej ocenić przesłanki, które stały za wrześniową decyzją. Opublikowany po wrześniowym posiedzeniu wykres *dot-plots* wskazał na wysokie prawdopodobieństwo obniżek na obu pozostałych w tym roku posiedzeniach FOMC, jednak ostatnie wypowiedzi bankierów centralnych świadczą o dużej rozbieżności opinii. Sytuację dodatkowo komplikują opóźnienia w publikacji kluczowych z punktu widzenia FOMC danych z rynku pracy, spowodowane zatrzymaniem finansowania agencji rządowych. W tym

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

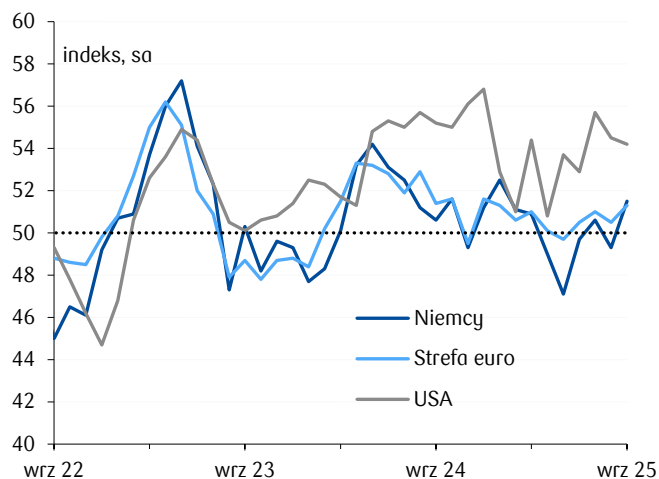
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

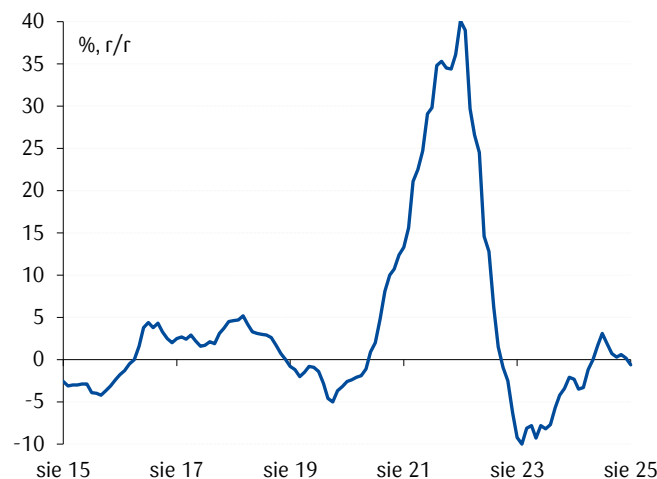
	Wartość 2025-10-03	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2538	-0,1
USDPLN	3,6231	-0,4
CHFPLN	4,5563	0,0
GBPPLN	4,8821	-0,1
EURUSD	1,1741	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,26	0
PL5Y	4,89	1
PL10Y	5,52	2
DE10Y	2,70	0
US10Y	4,12	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	108 016,8	0,3
DAX	24 378,8	-0,2
S&P500	6 715,8	0,0
Nikkej**	47 949,8	4,8
Shanghai Comp.**	3 882,8	0,0
Surowce:		
Złoto	3880,27	1,2
Ropa Brent	64,53	0,7

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.

Indeks PMI w usługach



Inflacja PPI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

kontekście ciekawie zapowiadają się czwartkowe wystąpienie J.Powella oraz liczne wypowiedzi innych decydentów z USA.

- **W Polsce wszystkie oczy zwrócone będą na RPP, która w środę podejmie decyzję w sprawie stóp procentowych.** My zakładamy, że pozostawi je bez zmian na poziomie 4,75%, jednak prawdopodobieństwo obniżki o 25pb jest naszym zdaniem bardzo duże. RPP w tym roku obniżyła stopy trzykrotnie, łącznie o 100 pb, jednak nie nazwała tego cyklem, a dostosowaniami. Obniżki były możliwe dzięki silnemu spadkowi inflacji, jednak przed ogłoszeniem cyklu Radę powstrzymywał szereg czynników ryzyka dla stabilności cen, takich jak luźna polityka fiskalna, wysoki wzrost płac, czy niepewność regulacyjna dotycząca cen energii. Ten ostatni czynnik w horyzoncie 2025 został wyeliminowany po podpisaniu przez Prezydenta ustawy mrożącej ceny energii. Dodatkowo inflacja we wrześniu ponownie zaskoczyła pozytywnie, dlatego połowa ankietowanych przez Parkiet zespołów analitycznych oczekuje obniżki stóp już w październiku. Naszym zdaniem obniżka na drugim posiedzeniu z rządu stoi w sprzeczności z decyzją o nierozpoczynaniu cyklu, stąd uważamy, że RPP poczeka do listopada. Wtedy dodatkowo pozna nową projekcję inflacji, która naszym zdaniem powinna pokazać jej powrót do ok. 2,5% w 2026.
- **Ze strefy euro** dziś poznamy indeks nastojów Sentix oraz sprzedaż detaliczną za sierpień – konsensus zakłada ograniczenie pesymizmu inwestorów oraz dalszy niewielki wzrost sprzedaży. Czwartkowe *minutes* to opis dyskusji na posiedzeniu EBC, na którym nie zmieniono stóp procentowych. W dokumencie będziemy szukać jednak reakcji bankierów centralnych na projekcję, która pokazała inflację poniżej celu w horyzoncie prognozy.
- **W tym tygodniu poznamy porcję sierpniowych danych z Niemiec** – w przypadku publikowanych we wtorek zamówień oczekuje się niewielkiego wzrostu, jednak produkcja (śr.) najpewniej nadal spadała.
- **W naszym regionie warto zwrócić uwagę na posiedzenie banku centralnego Rumunii**, który najpewniej pozostawi stopy na poziomie 6,50%. Wśród danych najciekawsza będzie wrześniowa inflacja z Czech (publikacja flash dzisiaj, danych ostatecznych w piątek), która naszym zdaniem wzrosła do 2,6% r/r z 2,5% r/r miesiąc wcześniej, a także z Węgier, gdzie oczekujemy wzrostu do 4,5% r/r z 4,3% r/r. Poznamy też dane z sektora przemysłowego z Węgier i Czech, oraz sprzedaż detaliczną z Węgier i Rumunii (szczegóły w kalendarzu).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **GER:** Zrewidowany wskaźnik PMI w usługach we wrześniu wzrósł do 51,5 pkt. z 49,3 pkt. w sierpniu, znacznie słabiej niż wskazały wstępne dane (52,5 pkt.). Niemniej jednak indeks znajduje się na poziomie najwyższym od 8 miesięcy. Mimo utrzymującego się osłabienia popytu, firmy w sektorze usługowym deklarowały zwiększenie aktywności względem sierpnia. Poprawiły się także nastroje przedsiębiorstw związane z sytuacją oczekiwaną w ciągu kolejnego roku – były najlepsze od maja 2024.
- **EUR:** Zrewidowany wskaźnik PMI w usługach we wrześniu wzrósł do 51,3 pkt. z 54,5 pkt. w sierpniu, jedynie nieznacznie słabiej niż wskazały dane wstępne (51,4 pkt.) – tym samym indeks znalazł się na poziomie najwyższym od początku roku i od 4 miesięcy sygnalizuje ożywienie w usługach. We wrześniu rósł popyt na usługi, jednak zatrudnienie w sektorze zwiększyło się nieznacznie. Lepsze były także oczekiwania co do przyszłości, które osiągnęły najwyższy poziom od niemal roku.
- **USA:** Zrewidowany wskaźnik PMI w usługach we wrześniu obniżył się do 54,2 pkt. z 54,5 pkt. w sierpniu, a odczyt był lepszy niż wskazywały wstępne dane (53,9 pkt.). Jednocześnie indeks ISM w usługach we wrześniu spadł do

Wskaźnik ISM w usługach

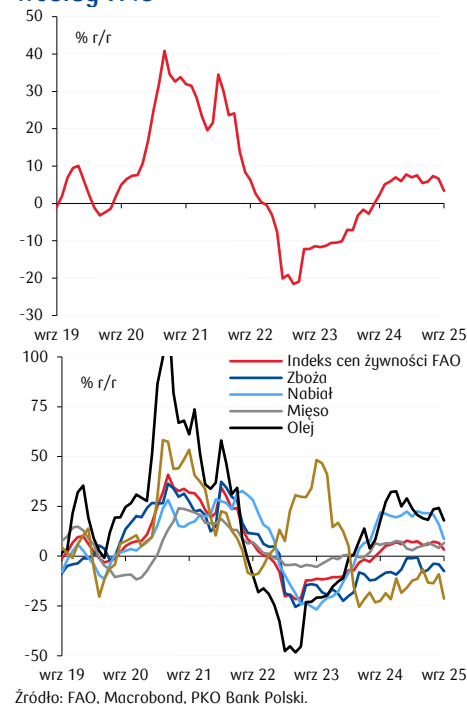


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

50,0 pkt. z 52,0 pkt. w sierpniu, a dane nie sprostały oczekiwaniom (kons.: 51,7 pkt.).

- **EUR:** Ceny producentów (PPI) w sierpniu obniżyły się silniej niż oczekiwano, a ich dynamika wyniosła $-0,6\%$ r/r wobec $0,2\%$ r/r w lipcu i oczekiwań na spadek o $0,3\%$ r/r. W szczególności ceny w kategorii dóbr pośrednich obniżyły się o $0,3\%$ r/r, a w kategorii energia o $4,1\%$ r/r. Ceny dóbr kapitałowych wzrosły o $1,8\%$ r/r, trwałych dóbr konsumpcyjnych o $1,6\%$ r/r, a nietrwałych dóbr konsumpcyjnych o $2,0\%$ r/r. W ujęciu miesięcznym wskaźnik PPI obniżył się o $0,3\%$.
- **USA:** W związku z zawieszeniem działalności rządu (*government shutdown*) nie opublikowano w piątek danych o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym, stopie bezrobocia oraz przeciętnej płacy godzinowej we wrześniu. Dane mogą zostać opublikowane z opóźnieniem już po zakończeniu *shutdownu*. Posiedzenie Fed odbędzie się 28-29 października, więc wciąż jest szansa na to, że członkowie FOMC przed podjęciem decyzji będą mogli zapoznać się z danymi z rynku pracy za wrzesień. Rynkowy konsensus wskazywał na nieznacznie mocniejszy wzrost zatrudnienia we wrześniu niż w sierpniu (kons.: 50 tys.) przy stabilnej stopie bezrobocia ($4,3\%$) i stałej dynamice wynagrodzeń ($3,7\%$ r/r).
- **EUR:** Prezeska EBC Ch.Lagarde powiedziała, że K.Knoot (Prezes Banku Holandii w latach 2011-2025) byłby jej dobrym następcą, bo ma intelekt, kondycję i umiejętności konieczne do wypracowywania porozumienia między członkami Rady Prezesów EBC. Ch.Lagarde została zaprzysiężona w 2019 na 8-letnią kadencję, a urząd Prezesa EBC jest jednokadencyjny. P.Wunsch (Prezes Banku Belgii) powiedział, że obecne parametry polityki pieniężnej EBC są odpowiednie do zapewnienia, że w średnim okresie inflacja znajdzie się w celu.
- **USA:** P.Jefferson (członek zarządu Fed) powiedział, że pomimo *government shutdown*, przez który część danych makroekonomicznych nie jest dostępna, Rezerwa Federalna dysponuje wystarczającym zasobem informacji by podejmować decyzje o stopach procentowych. Przypomniał, że FOMC opiera się także na danych z sektora prywatnego, badaniach przedsiębiorstw i badaniach gospodarstw domowych. Bankier podkreślił, że rolą Fed jest zapewnienie, by wzrost ceł nie przełożył się na trwale podwyższoną inflację. Wyraził przekonanie, że inflacja w USA powróci do celu 2% , czemu sprzyjać będą zakotwiczone długoterminowe oczekiwania inflacyjne.
- **ŚWIAT:** Indeks cen żywności FAO we wrześniu spadł do 128,8 pkt. ze 129,7 pkt. w sierpniu. W ujęciu miesięcznym spadki indeksów cen zbóż, nabiału, cukru i olejów roślinnych przeważały nad wzrostem indeksu cen mięsa. W ujęciu rocznym indeks cen żywności wzrósł o $3,4\%$ r/r, w szczególności ceny nabiału o $8,6\%$ r/r, mięsa o $6,6\%$ r/r, oleju o $18,0\%$ r/r, przy spadku cen zbóż o $7,5\%$ r/r oraz cukru o $21,3\%$ r/r. Po przeliczeniu na PLN globalne ceny żywności obniżyły się o $2,6\%$ r/r, co sugeruje, że żywność może w najbliższych miesiącach sprzyjać spadkowi inflacji CPI.
- **ŚWIAT:** Podczas spotkania online państwa OPEC+ uzgodniły, że w listopadzie zwiększą wydobycie ropy o 137 tys. b/d, a więc w takiej skali jak w październiku. Celem zwiększania produkcji jest odzyskanie udziałów rynkowych, które członkowie organizacji stracili na rzecz producentów z USA. W reakcji na te doniesienia ceny ropy nieznacznie rosły, ponieważ spekulowano, że skala zwiększenia wydobycia w listopadzie może przewyższyć tę z października.
- **JPY:** Rządząca w Japonii Partia Liberalno-Demokratyczna wybrała na stanowisko lidera S.Takaichi, która automatycznie staje się także kandydatką na stanowisko Premiera. Wybory nastąpiły po rezygnacji

Dynamika globalnych cen żywności według FAO



z funkcji przewodniczącego partii, a więc także ze stanowiska premiera, S.Ishiby. S.Takaichi zostanie pierwszą w historii kobietą – szefową rządu w Japonii. Ponieważ wielokrotnie wyrażała podziw dla M.Thatcher nazywana jest „Iron Lady”, chociaż w zakresie poglądów politycznych, zwłaszcza w aspekcie polityki fiskalnej, daleko jej do byłej premier Wlk.Brytanii. S.Takaichi jest postrzegana jako bliska S.Abe i oczekuje się, że będzie próbowała powrócić do realizacji polityki nazwanej od nazwiska byłego premiera Abenomics, której elementem były ekspansywna polityka fiskalna i pieniądze. Nominacja S.Takaichi zaowocowała dzisiaj wzrostami na parkiecie w Tokio i wyraźnym osłabieniem jena.

- **CZE:** Zgodnie z oczekiwaniami opozycyjne ugrupowanie ANO wygrało wybory do Izby Poselskiej w Czechach, zdobywając 34,7% głosów (po podliczeniu kart z 99,7% obwodów). Wynik partii okazał się lepszy niż wskazywały przedwyborcze sondaże. Koalicja SPOLU premiera P.Fiali zdobyła 23,3% głosów, a będące częścią koalicji rządzącej ugrupowanie STAN uzyskało 11,2% poparcia. Opowiadająca się za wyjściem z NATO i UE koalicja STACILO nie przekroczyła progu wyborczego. Wyraźnie słabszy od sondaży okazał się wynik nacjonalistycznej partii SPD, która uzyskała 7,8% głosów i z którą ANO ma prowadzić rozmowy na temat utworzenia nowego rządu. W rozmowach mają wziąć udział również przedstawiciele Partii Kierowców, która uzyskała niecałe 7% poparcia. W sobotę wieczór lider ANO, A.Babisz, zadeklarował dążenie do utworzenia jednopartyjnego rządu mniejszościowego, przy wsparciu SPD i Partii Kierowców.
- **USA/ISR/PSE:** Hamas poinformował w piątek, że zaakceptował niektóre punkty planu pokojowego Prezydenta USA D.Trumpa, w tym uwolnienie wszystkich pozostałych zakładników, ale inne wymagają dalszych negocjacji. Grupa zgodziła się na przekazanie władzy nad Strefą Gazy niezależnej administracji palestyńskiej. Jednocześnie Izrael nie zaprzestał bombardowania Strefy Gazy, Dziś w Kairze mają się rozpocząć negocjacje pokojowe.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 3 października						
GER: PMI w usługach (wrz., rew.)	9:55	pkt.	49,3	52,5	--	51,5
EUR: PMI w usługach (wrz., rew.)	10:00	pkt.	50,5	51,4	--	51,3
EUR: Inflacja PPI (sie.)	11:00	% r/r	0,2	-0,3	--	-0,6
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	--	--
Poniedziałek, 6 października						
ROM: Sprzedaż detaliczna (sie.)	8:00	% r/r	4,5	--	--	--
HUN: Sprzedaż detaliczna (sie.)	8:30	% r/r	1,7	1,9	--	--
CZE: Inflacja CPI (wrz., wst.)	9:00	% r/r	2,5	2,6	2,6	--
EUR: Indeks Sentix (paź.)	10:30	pkt.	-9,2	-7,7	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (sie.)	11:00	% r/r	2,2	1,3	--	--
Wtorek, 7 października						
GER: Zamówienia fabryczne (sie.)	8:00	% m/m	-2,9	1,4	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (sie.)	8:00	% r/r	-3,4	3,0	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:30	% r/r	-1,0	-2,8	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (sie.)	9:00	% r/r	4,9	0,7	--	--
USA: Bilans handlowy (sie.)	14:30	mld USD	-78,3	-61,0	--	--
Środa, 8 października						
GER: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% m/m	1,3	-1,0	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% r/r	1,5	-0,4	--	--
HUN: Inflacja CPI (wrz.)	8:30	% r/r	4,3	4,4	4,5	--
CZE: Stopa bezrobocia (wrz.)	10:00	%	4,5	4,5	--	--
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	4,75	4,63	4,75	--
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	--
Czwartek, 9 października						
GER: Eksport (sie.)	8:00	% m/m	-0,6	0,2	--	--
GER: Import (sie.)	8:00	% m/m	-0,1	-0,7	--	--
EUR: Minutes EBC	13:30	--	--	--	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	--	--	227	--	--
Piątek, 10 października						
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,3	--	--
ROM: Saldo handlowe (sie.)	8:00	mld EUR	-2,6369	--	--	--
CZE: Inflacja CPI (wrz., rew.)	9:00	% r/r	2,5	2,6	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź., wst.)	16:00	pkt.	55,1	54,0	--	--

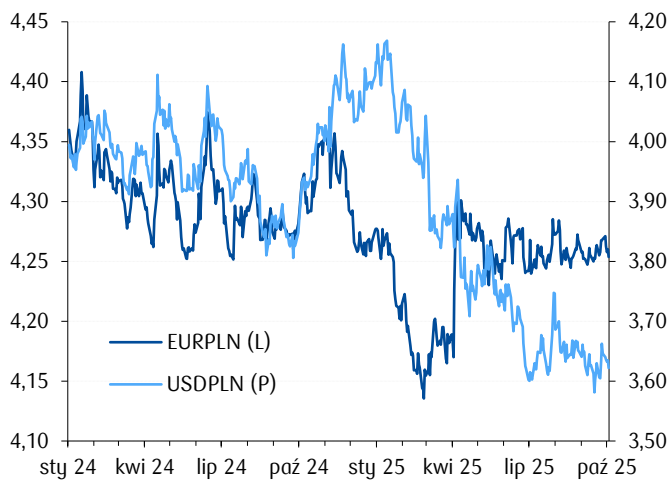
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

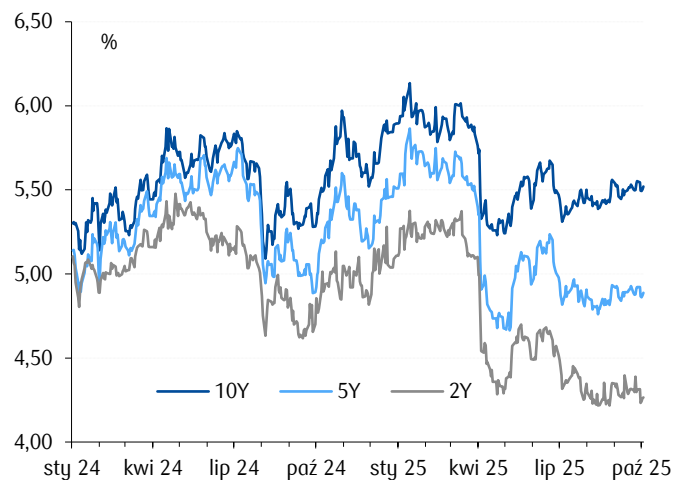
		Wartość 2025-10-03	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2538	-0,1	-0,4	0,0	-1,4	-12,1
	USDPLN	3,6231	-0,4	-0,8	0,0	-7,9	-26,6
	CHFPLN	4,5563	0,0	-0,3	0,3	-0,6	-9,2
	GBPPLN	4,8821	-0,1	-0,1	-0,3	-5,4	-11,7
	EURUSD	1,1741	0,2	0,4	0,0	7,0	19,8
	EURCHF	0,9337	-0,1	0,0	-0,3	-0,9	-3,2
	GBPUSD	1,3473	0,4	0,5	-0,4	2,7	20,7
	USDJPY	147,45	0,1	-1,4	0,3	-0,7	1,9
	EURCZK	24,24	-0,2	-0,3	-0,6	-4,3	-1,3
	EURHUF	388,50	-0,2	-0,6	-1,1	-3,2	-8,2
Obligacje	PL2Y	4,26	0	-5	-2	-53	-323
	PL5Y	4,89	1	-4	2	-23	-253
	PL10Y	5,52	2	-3	6	8	-164
	DE2Y	2,02	1	-1	9	-19	24
	DE5Y	2,31	1	-3	9	23	35
	DE10Y	2,70	0	-4	4	49	59
	US2Y	3,58	3	-6	5	-34	-63
	US5Y	3,72	4	-5	12	-9	-33
	US10Y	4,12	3	-6	3	14	32
Akcje	WIG	108 016,8	0,3	1,4	2,3	31,7	135,0
	WIG20	2 863,0	0,0	1,1	2,1	24,9	107,8
	S&P500	6 715,8	0,0	1,1	3,6	16,8	87,3
	NASDAQ100	24 785,5	-0,4	1,1	4,8	23,7	125,9
	Shanghai Composite**	3 882,8	0,0	1,4	1,8	16,4	28,4
	Nikkei**	47 945,1	4,8	5,7	11,5	24,1	84,9
	DAX	24 378,8	-0,2	2,7	3,3	27,5	101,2
	VIX	19,25	-0,5	10,0	1,8	0,4	-38,9
Surowce	Ropa Brent	64,5	0,7	-8,0	-1,5	-17,3	-26,6
	Ropa WTI	61,7	0,6	-7,3	-0,9	-17,7	-22,9
	Złoto	3880,3	1,2	2,8	8,2	45,5	131,8

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

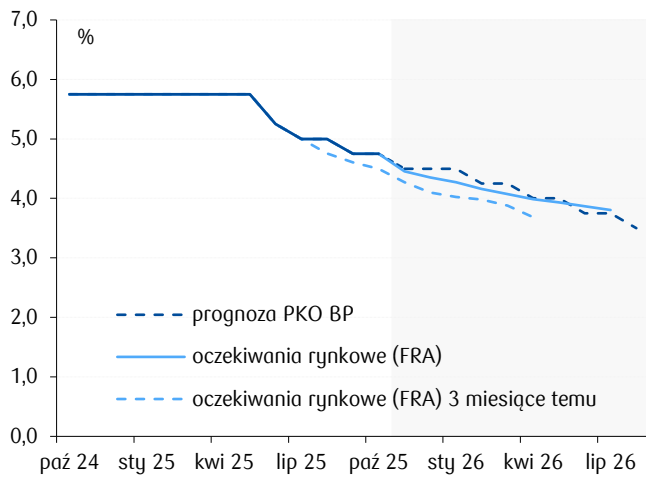
Notowania złotego wobec głównych walut



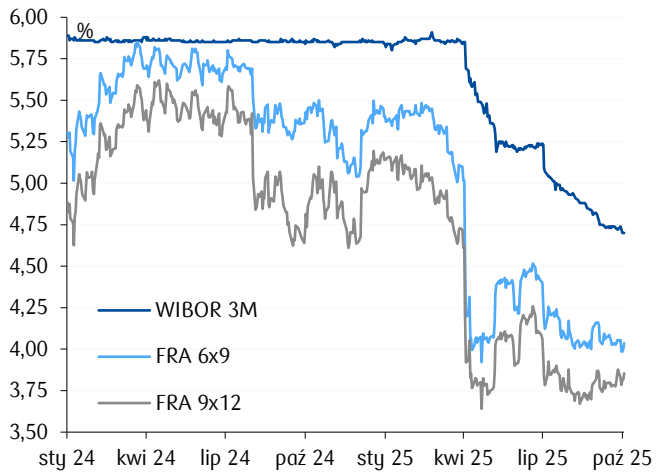
Rentowności polskich obligacji skarbowych



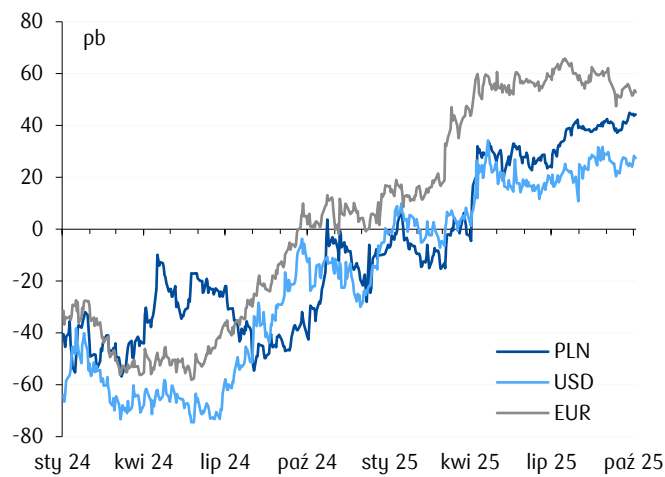
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



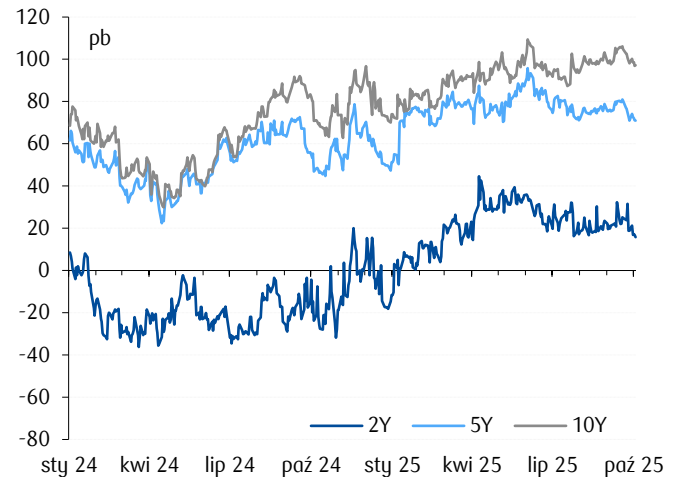
Krótkoterminowe stopy procentowe



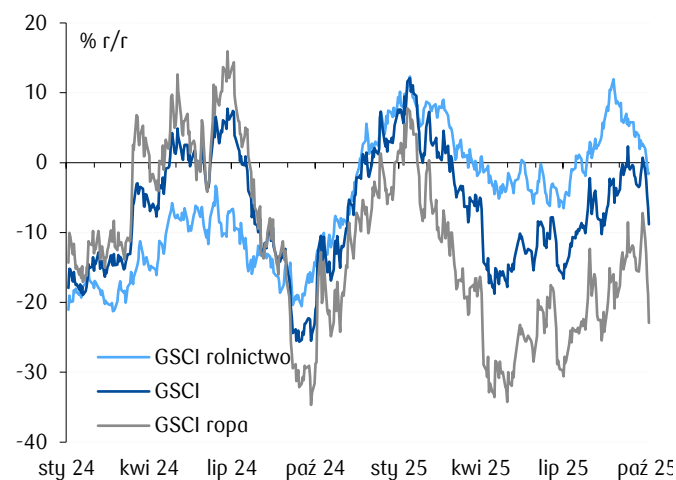
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



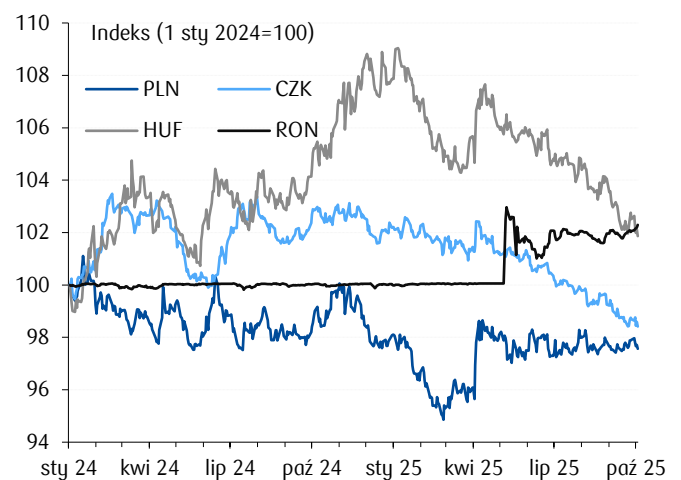
Spread asset swap dla PLN



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.

