

Problemy europejskiej motoryzacji

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsze sesje, zarówno w USA, jak i Europie, przebiegały spokojnie. W USA sygnały świadczące o gotowości D.Trumpa do przełamania impasu w sprawie *shutdownu* mogły nieco wesprzeć rynkowe nastroje i sprzyjać lekkim wzrostom na otwarciu Wall Street, jednak dzień zakończył się spadkami. W Europie, związane z kryzysem politycznym spadki francuskiego indeksu CAC 40 wyhamowały, a rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie, zachowując się podobnie jak papiery na pozostałych rynkach bazowych. Na warszawskim parkiecie WIG20 zyskał ponad 1%. Złoty korzystał na uspokojeniu nastrojów we Francji a jego kurs był względnie stabilny. Ceny złota spot po raz pierwszy w historii przekroczyły 4000 USD za uncję. Dziś kluczowa dla inwestorów będzie decyzja NBP dotycząca stóp procentowych.
- W USA w centrum zainteresowania będzie publikacja *minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC, na którym Fed dokonał pierwszej w tym roku obniżki stóp procentowych o 25pb.** Dokument pozwoli dokładniej ocenić przesłanki, które stały za wrześniową decyzją i być może dostarczy wskazówek dotyczących strategii FOMC w kolejnych miesiącach. 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 Polsce kluczowym wydarzeniem będzie decyzja RPP w sprawie stóp procentowych. My zakładamy, że Rada pozostawi je bez zmian, z referencyjną na poziomie 4,75%, jednak prawdopodobieństwo obniżki o 25pb jest naszym zdaniem bardzo duże.** O tym jak wielka jest niepewność świadczy też brak rynkowego konsensusu – mediana oczekiwanej stopy to 4,63%, co odzwierciedla fakt, że głosy ankietowanych przez Parkiet zespołów analitycznych przewidujących obniżkę albo jej brak są rozłożone po równo. RPP w tym roku obniżyła stopy trzykrotnie, łącznie o 100pb, jednak nie nazwała tego cyklem, a dostosowaniami. Według nas październikowa obniżka byłaby sprzeczna z decyzją o nierozpoczynaniu cyklu. Argumentem

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

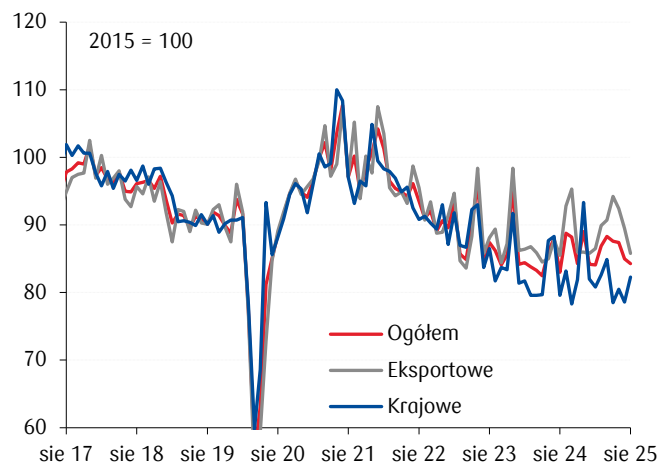
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-10-07	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2535	0,0
USDPLN	3,6467	0,4
CHFPLN	4,5695	0,1
GBPPLN	4,8978	0,0
EURUSD	1,1664	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,37	10
PL5Y	4,90	0
PL10Y	5,53	-2
DE10Y	2,71	-1
US10Y	4,13	-4
Indeksy akcyjne:		
WIG	107 937,1	0,8
DAX	24 385,8	0,0
S&P500	6 714,6	-0,4
Nikkei**	47 799,5	-0,3
Shanghai		
Comp.**	3 882,8	0,0
Surowce:		
Złoto	3986,98	0,8
Ropa Brent	65,45	0,0

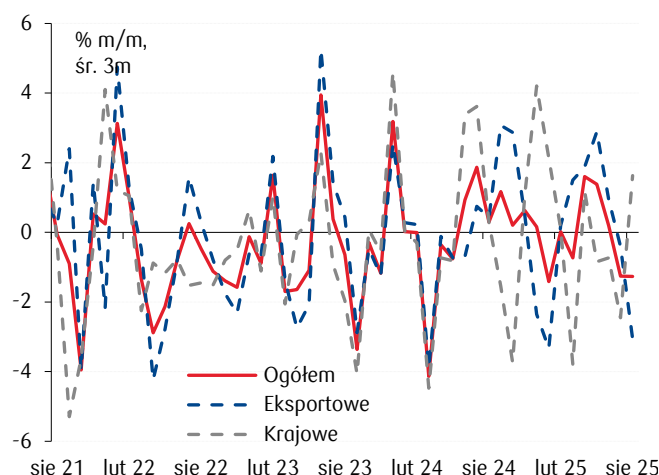
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Poziom zamówień przemysłowych w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika zamówień przemysłowych w Niemczech



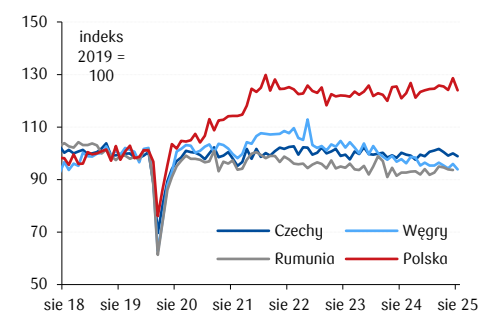
za wtrzymaniem się z kolejną obniżką do listopada byłoby też oczekiwanie na nową projekcję inflacji, która naszym zdaniem powinna pokazać jej powrót do ok. 2,5% w 2026. Z drugiej strony, przed ogłoszeniem cyklu Radę powstrzymywał szereg czynników ryzyka dla stabilności cen (luźna polityka fiskalna, silny wzrost płac, 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.

- **Z Niemiec napłyną kolejne dane z przemysłu.** Konsensus zakłada spadek produkcji w sierpniu, a wczorajsze rozczarowujące dane o zamówieniach wspierają taki scenariusz.
- **W naszym regionie istotnym wydarzeniem będzie posiedzenie banku centralnego Rumunii, który najpewniej pozostawi stopy na poziomie 6,50%.** Z kolei, na Węgrzech opublikowane zostaną dane o inflacji za wrzesień, która wg nas mogła wzrosnąć do 4,5% r/r z 4,3% r/r w sierpniu.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

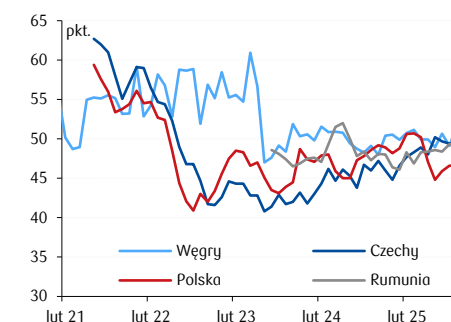
- **GER:** Zamówienia w przemyśle obniżyły się w sierpniu o 0,8% m/m, wbrew oczekiwaniom na odbicie (kons.: 1,5% m/m). Spadek po wyłączeniu dużych zamówień był jeszcze silniejszy (-3,3% m/m). **Tendencje w popycie na produkty niemieckiego przemysłu są ostatnio negatywne.** Sierpień był 4. z rzędu miesiącem z redukcją zamówień, a w ciągu 3 miesięcy (od czerwca do sierpnia) nowe zamówienia obniżyły się o 2,3%. Duże zamówienia nie ratowały sytuacji (po ich wyłączeniu 3-mies. spadek wyniósł 2,0%). **Głównym źródłem problemów jest słabość popytu eksportowego,** którą od maja lekko amortyzuje minimalna poprawa zamówień krajowych. W sierpniu nastąpił **znaczny spadek nowych zamówień w branży motoryzacyjnej,** obniżył się też popyt na komputery, elektronikę i farmaceutyki. Rosty natomiast zamówienia na wyroby z metali (z wyłączeniem maszyn i urządzeń), pozostały sprzęt transportowy oraz w produkcji urządzeń elektrycznych.
- **CZE:** Produkcja przemysłowa w sierpniu spadła o 1,3% r/r, wbrew oczekiwaniom na wzrost o 0,7% r/r. Do spadku przyczynił się przede wszystkim sektor motoryzacyjny, ale słabo wypadła też produkcja komputerów, elektroniki oraz maszyn. Spadek popytu, związany prawdopodobnie z wyższymi cenami nałożonymi przez USA oraz rosnącą konkurencją ze strony Chin, przyczynił się też do redukcji zamówień czeskiego przemysłu, zwłaszcza w branży motoryzacyjnej.
- **HUN:** Produkcja przemysłowa w sierpniu pogłębiła spadek do 7,3% r/r (wobec -1,1% r/r w lipcu). Był to drugi najgorszy odczyt od początku roku, który, choć częściowo wynikał z efektów kalendarzowych, istotnie rozczarował (kons.: -2,8% r/r). Źródłem spadku była m.in. branża motoryzacyjna. Sierpniowe dane wpisują się w trwający od początku 2024 trend spadkowy.
- **EUR:** Prezes Bundesbanku J.Nagel powiedział, że bazując na dostępnych danych ocenia obecne parametry polityki pieniężnej EBC jako właściwe. Dodał, że sytuacja jest dobra, inflacja w strefie euro jest blisko celu 2% i pozostanie blisko celu w kolejnych latach.
- **USA:** Prezes Minneapolis Fed N.Kashkari (bez prawa głosu w FOMC) ostrzegł, że drastyczne obniżanie stóp procentowych generowałoby ryzyko wzrostu inflacji. Dodał, że niektóre dane analizowane przez Fed przedstawiają stagflacyjny obraz. S.Miran (zarząd Fed) powiedział, że jego prognoza inflacji jest bardziej optymistyczna niż prognozy pozostałych członków FOMC i z tego powodu widzi mniej napięć w realizacji obu celów Fed (niskiej i stabilnej inflacji oraz maksymalnego zatrudnienia).

Produkcja przemysłowa w krajach EŚiW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

PMI w przemyśle państw EŚiW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **POL:** GUS skorygował dane o PKB za 2024 - według najnowszego szacunku gospodarka urosła w ubiegłym roku o 3,0%, a więc o 0,1pp silniej niż szacowano dotychczas (poprzedni szacunek z kwietnia wskazywał na wzrost o 2,9% r/r). Rewizja w górę była przede wszystkim efektem o 1,3pp wyższej niż wstępnie szacowano dynamiki inwestycji - ich spadek w 2024 wyniósł 0,9% r/r (wobec -2,2% r/r w kwietniowym szacunku). W górę (o 0,5pp) podniesiono także szacunek spożycia publicznego (8,7% wobec 8,5% wg danych z kwietnia). Niższa (o 0,2pp) niż wstępnie szacowano była natomiast dynamika konsumpcji prywatnej, która wyniosła 2,9% r/r (vs. 3,1% wg danych z kwietnia). Dane mogą wymusić korektę prognoz na 2025, zwłaszcza w zakresie inwestycji, ale z oszacowaniem jej skali musimy poczekać na publikację danych w ujęciu kwartalnym. Aktualizacja PKB według kwartałów za lata 2023-2024 oraz 1-2q25 jest zaplanowana na 16 października.
- **UE:** Komisja Europejska zaproponowała we wtorek podniesienie ceł na stal do 50% z 25%. Wyższa stawka ma wejść w życie w połowie przyszłego roku i będzie obowiązywać, gdy import surowca przekroczy 18,3 mln ton na rok. Ma to dostosować wysokość stawki do tej obowiązującej w USA i chronić europejski przemysł stalowy. Obecnie obowiązujące regulacje wprowadzające 25% cło na import stali są tymczasowe i wygasają w czerwcu 2026, a nowe rozwiązanie miałyby obowiązywać na stałe.
- **USA:** Dane o bilansie handlowym za sierpień w związku z zawieszeniem działalności rządu (*government shutdown*) nie zostały opublikowane. Deficyt w handlu USA w lipcu wyniósł 78,3 mld USD, zaś w sierpniu - według konsensusu - miał się zmniejszyć do 61 mld USD.

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	3,5	--	--	-2,2
HUN: Sprzedaż detaliczna (sie.)	8:30	% r/r	1,7	1,9	--	2,4
CZE: Inflacja CPI (wrz., wst.)	9:00	% r/r	2,5	2,6	2,6	2,3
EUR: Indeks Sentix (paź.)	10:30	pkt.	-9,2	-7,7	--	-5,4
EUR: Sprzedaż detaliczna (sie.)	11:00	% r/r	2,1	1,3	--	1,0
Wtorek, 7 października						
GER: Zamówienia fabryczne (sie.)	8:00	% m/m	-2,7	1,4	--	-0,8
GER: Zamówienia w przemyśle (sie.)	8:00	% r/r	-3,3	3,0	--	1,5
HUN: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:30	% r/r	-1,1	-2,8	--	-7,3
CZE: Produkcja przemysłowa (sie.)	9:00	% r/r	4,9	0,7	--	-1,3
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	2,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź., wst.)	16:00	pkt.	55,1	54,0	--	--

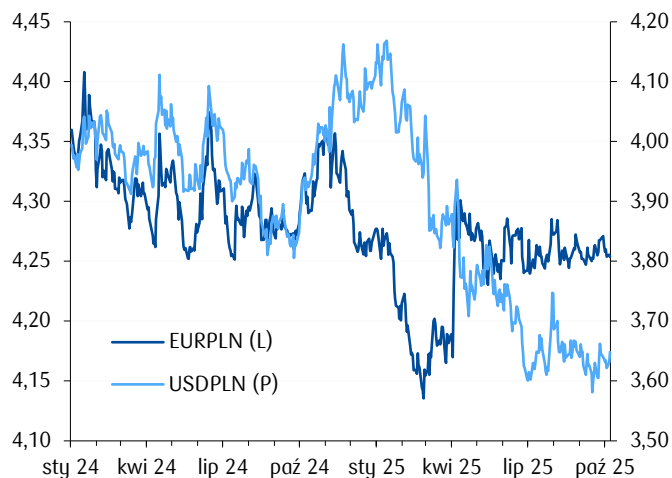
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.
*Mediana oczekiwań wynosi 4,63%, ponieważ 9 zespołów analitycznych prognozuje obniżkę o 25pb, zaś 9 zespołów (w tym PKO BP) brak zmiany stóp.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

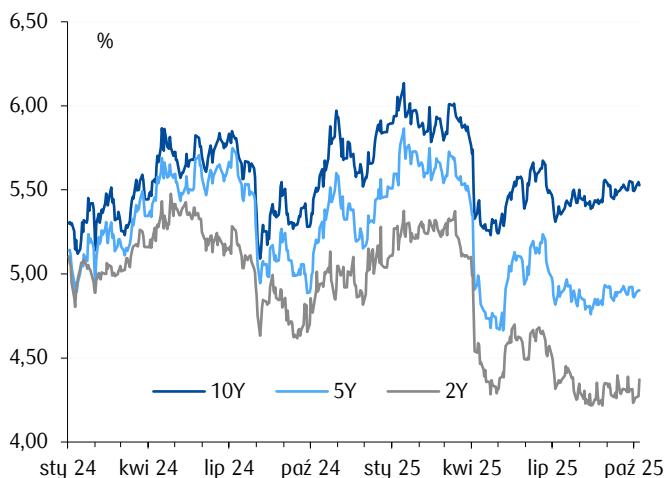
		Wartość 2025-10-07	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2535	0,0	-0,2	0,0	-1,3	-11,5
	USDPLN	3,6467	0,4	0,5	0,6	-7,1	-24,5
	CHFPLN	4,5695	0,1	0,2	0,3	-0,2	-7,1
	GBPPLN	4,8978	0,0	0,2	-0,2	-4,6	-11,4
	EURUSD	1,1664	-0,4	-0,7	-0,6	6,3	17,1
	EURCHF	0,9309	-0,1	-0,4	-0,2	-1,1	-4,7
	GBPUSD	1,3433	-0,3	-0,2	-0,8	2,6	17,8
	USDJPY	151,18	0,8	2,4	2,8	1,9	4,7
	EURCZK	24,39	0,3	0,3	0,2	-3,7	-0,6
Obligacje	EURHUF	393,23	1,1	0,9	0,0	-1,6	-6,1
	PL2Y	4,37	10	14	9	-64	-304
	PL5Y	4,90	0	3	3	-28	-228
	PL10Y	5,53	-2	3	6	4	-137
	DE2Y	2,00	0	-2	5	-23	43
	DE5Y	2,30	0	-1	7	19	57
	DE10Y	2,71	-1	0	5	46	82
	US2Y	3,57	-3	-3	3	-39	-52
	US5Y	3,71	-4	-3	11	-14	-13
Akcje	US10Y	4,13	-4	-2	5	11	51
	WIG	107 937,1	0,8	1,5	1,2	32,0	124,5
	WIG20	2 868,7	1,1	1,5	1,1	25,6	97,9
	S&P500	6 714,6	-0,4	0,4	3,1	16,8	77,1
	NASDAQ100	24 840,2	-0,6	0,6	4,2	23,5	114,5
	Shanghai Composite**	3 882,8	0,0	0,0	2,0	11,3	28,4
	Nikkei**	47 807,3	-0,3	6,4	10,0	22,8	77,1
	DAX	24 385,8	0,0	2,1	2,8	27,9	92,5
Surowce	VIX	19,49	2,0	10,8	5,7	-2,0	-32,4
	Ropa Brent	65,5	0,0	-2,3	-1,4	-15,2	-28,7
	Ropa WTI	62,5	0,0	-1,0	-0,7	-15,8	-28,1
	Złoto	3987,0	0,8	4,0	9,7	52,6	131,2

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

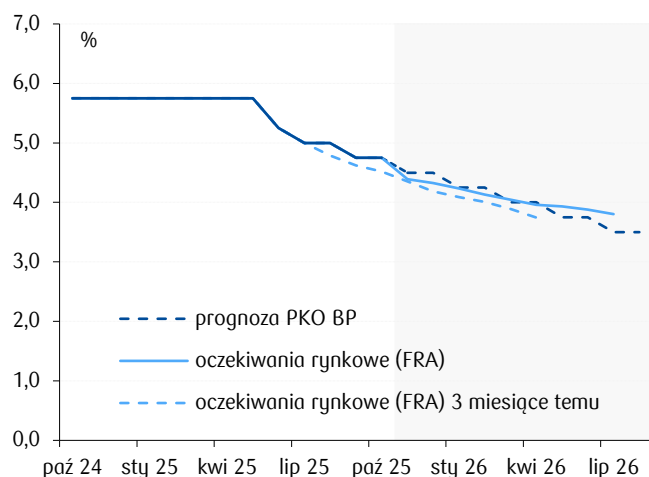
Notowania złotego wobec głównych walut



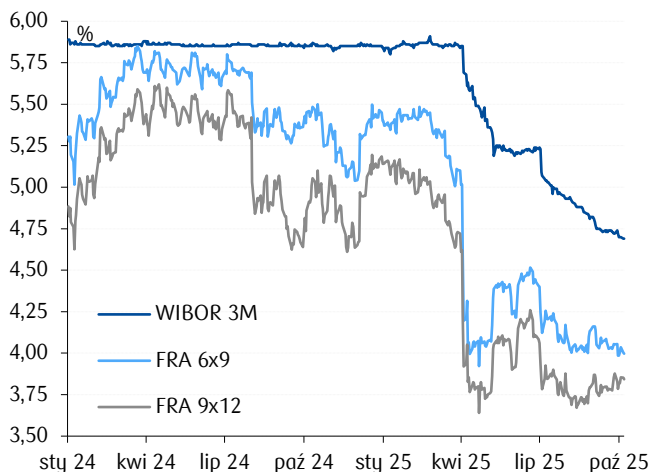
Rentowności polskich obligacji skarbowych



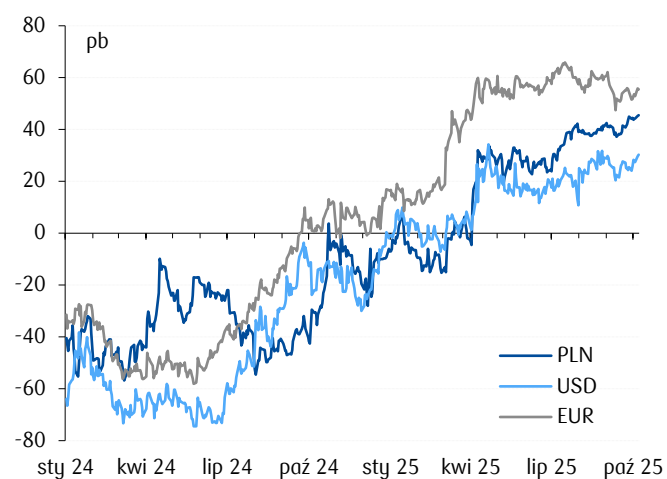
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



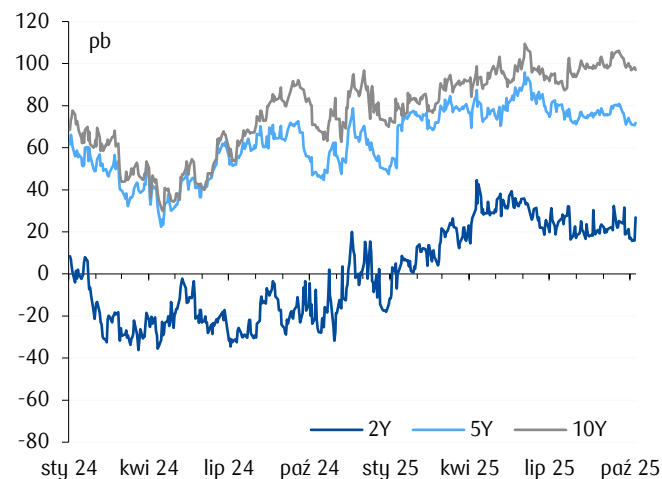
Krótkoterminowe stopy procentowe



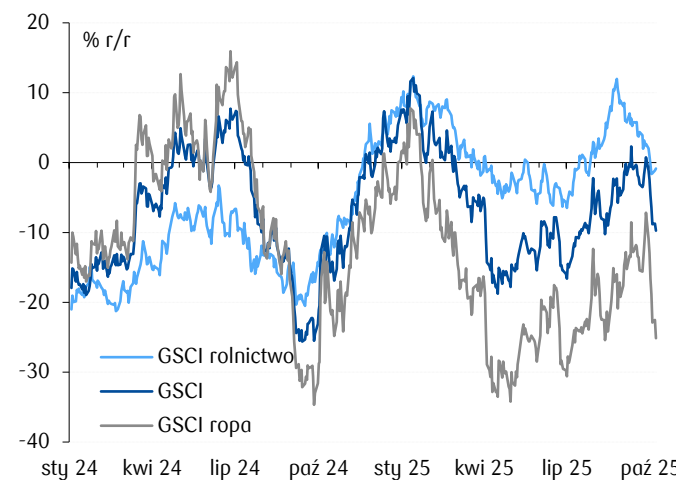
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



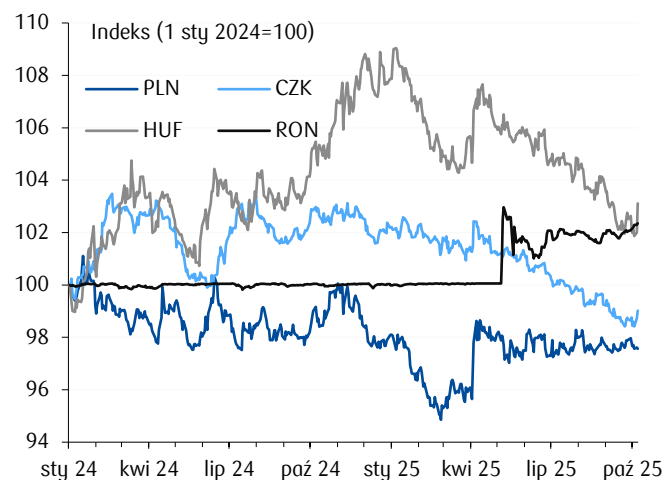
Spread asset swap dla PLN



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.

Departament Analiz Ekonomicznych

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	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
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

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.