

MAKROskop Lite

Szybciej nie znaczy więcej

■ Pomimo dużej zmienności danych ekonomicznych o wysokiej częstotliwości wydaje się, że trend, w jakim znajduje się krajowa gospodarka, pozostaje umiarkowanie pozytywny. Nasze prognozy wskazują, że po rozczarowujących publikacjach sierpniowych, dane z września przyniosą zdecydowaną poprawę większości wskaźników. Przynajmniej w części będzie to „zastuga” efektów kalendarzowych i wyjątkowo słabej bazy odniesienia – przypomnijmy, że we wrześniu 2024 krajowa gospodarka mierzyła się ze skutkami powodzi i trudnego do wyjaśnienia załamania w danych o sprzedaży detalicznej. Niemniej, nawet po korekcie o te efekty powinniśmy widzieć sygnały dalszej stopniowej poprawy koniunktury. **Wzrost PKB w III kwartale (wstępny wynik pojawi się w połowie listopada) prawdopodobnie przyspieszy po raz kolejny, do 3,6-3,7% r/r, potwierdzając, że cały rok ma szanse zamknąć się wzrostem bliskim 3,5%, być może nawet z lekkim ryzykiem w górę.**

■ **Krajowej koniunkturze nie powinna poważnie szkodzić sytuacja za granicą.** Wprawdzie w danych ze strefy euro, w szczególności z Niemiec, ostatnio znowu powiało chłodem, ale spodziewamy się, że na przełomie roku powinny zacząć się pojawiać pierwsze pozytywne efekty niemieckiego impulsu fiskalnego. Jednocześnie, wbrew obawom o to, że wojny celne doprowadzą do zatrzymania lub nawet cofnięcia procesu globalizacji, obroty w handlu międzynarodowym wciąż rosną, osiągając rekordowe poziomy.

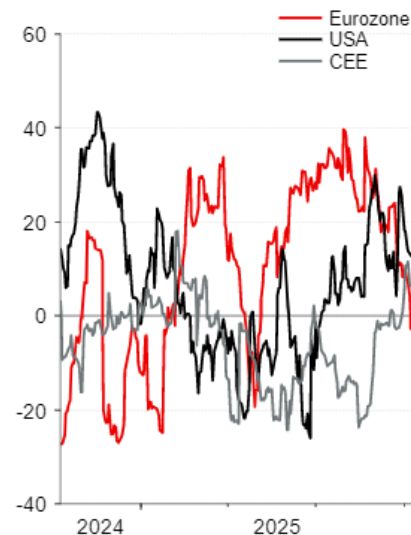
■ Inflacja zakończyła III kwartał tuż poniżej 3% r/r i wygląda na to, że na dobre powróciła do przedziału tolerancji wokół celu inflacyjnego NBP. Na razie w danych nie pojawił się wzrost kosztów użytkowania mieszkań związany z wyższymi cenami ciepła (po tym jak w lipcu wygasty przepisy chroniące gospodarstwa domowe przed ich wzrostem). Spodziewamy się, że ten czynnik podbije stopę inflacji o ok. 0,2pp na jesieni, przez co **w IV kw. dynamika CPI powróci nieco powyżej 3%.** Wciąż nie znamy decyzji URE dot. taryf energetycznych na 2026, ale niezmiennie zakładamy, że ceny nie wzrosną powyżej 500 zł/MWh, co oznacza, że ten czynnik nie powinien podbić stopy inflacji po Nowym Roku.

■ Rada Polityki Pieniężnej w październiku ponownie obniżyła stopy procentowe o 25pb, w efekcie czego stopa referencyjna znalazła się na poziomie 4,50%, najniższej od kwietnia 2022. Od maja RPP obniżyła już stopy procentowe łącznie o 125pb, co prezes NBP Adam Glapiński określił jako bardzo znaczące złagodzenie polityki pieniężnej. Niemniej, Rada wciąż podkreśla, że ostatnie decyzje są „dostosowaniem” stóp do poprawiających się perspektyw inflacji, a nie „cyklem” łagodzenia polityki pieniężnej. Kolejne decyzje mają być mocno uzależnione od napływających danych ekonomicznych i informacji, w tym nowych projekcji NBP. Przestrzeń do obniżek stóp nie została jeszcze wyczerpana i z wypowiedzi prezesa Glapińskiego wynika, że taki pogląd podziela większość członków Rady. **Nadal sądzimy, że docelowym poziomem stopy referencyjnej jest 4,00% i zostanie on osiągnięty w I kw. 2026.** Biorąc pod uwagę deklarowaną przez RPP wrażliwość na bieżące dane, nasze prognozy wskazujące, że zestaw danych publikowanych przed kolejnym posiedzeniem RPP powinien przynieść wybiecie w górę dynamik dot. aktywności ekonomicznej, wynagrodzeń, jak i inflacji, a także wypowiedzi członków RPP zaliczanych do „gołębi” (Kotecki, Kochalski), sugerujące pauzę w obniżkach w listopadzie, zakładamy, że kolejne cięcia stóp nastąpią dopiero po Nowym Roku. Chociaż nasze przekonanie co do tego nie jest przesadnie duże, biorąc pod uwagę, że do tej pory RPP wołała działać szybciej.

■ Jednym z czynników ograniczających pole do obniżek stóp jest wg RPP luźna i działająca proinflacyjnie polityka fiskalna, chociaż nie sposób nie zauważyć, że nie wstrzymało to Rady przed „bardzo znaczącym” złagodzeniem polityki pieniężnej w ostatnich miesiącach. Nie spodziewamy się nowelizacji budżetu w tym roku, a ryzyka związane z projektem na 2026 r. zostały już wg nas zdyskontowane przez rynek. W efekcie, przy założeniu braku obniżek stóp NBP w listopadzie i grudniu **widzimy miejsce do lekkiego spadku rentowności długoterminowych obligacji i w efekcie spłaszczenia krzywej w horyzoncie do końca br.**

■ Kurs złotego od miesięcy pozostaje stabilny, wykazując się dużą odpornością na czynniki wewnętrzne i zewnętrzne (m.in. decyzje RPP, informacje nt. polityki fiskalnej, decyzje agencji ratingowych, incydenty w przestrzeni powietrznej Polski i innych krajów, wahania nastrojów na rynkach globalnych). Zakładamy, że **do końca roku kurs EUR/PLN utrzyma się w wąskim przedziale 4.25-4.28.** Potencjalnie negatywny wpływ większego ryzyka geopolitycznego powinien być wg nas równoważony solidnymi krajowymi danymi makro, wskazującymi na utrzymanie gospodarki na stabilnej ścieżce wzrostowej w II półroczu.

Indeksy zaskoczeń ekonomicznych (CESI)



Źródło: LSEG Datastream, Santander

Ostatnio publikowane

Komentarze ekonomiczne:

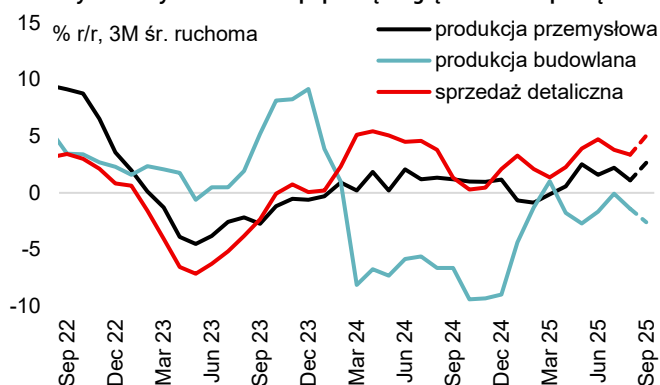
- [Motoryzacja – polski hit \(re\)eksportowy](#)
- [Jest jeszcze przestrzeń do obniżek](#)
- [Obniżka stóp dzięki poprawie perspektyw inflacji](#)
- [Sprzedaż dalej rośnie w dobrym tempie](#)
- [W zestawie za sierpień przeważały słabe dane](#)
- [Inflacja utrzymana poniżej 3%](#)

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

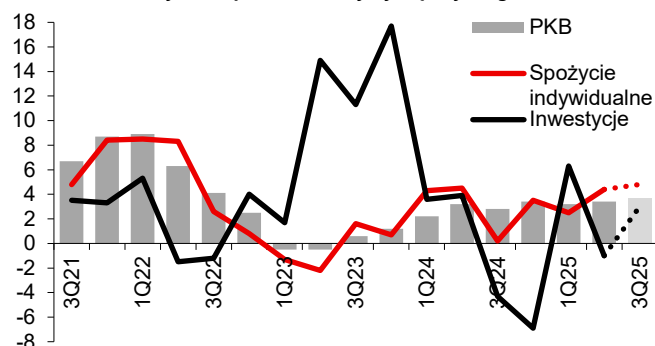
Gospodarka na wykresach

W danych o aktywności widać poprawę względem 2024 i początku br.



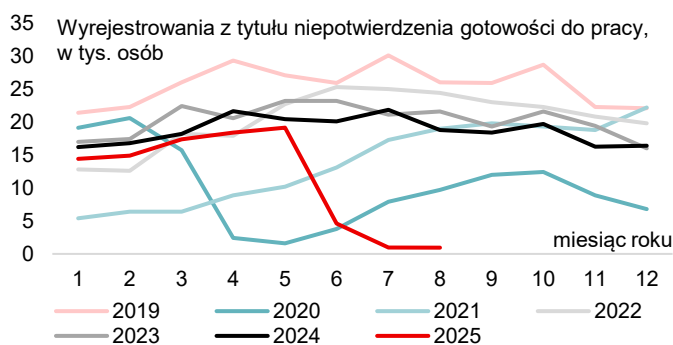
Źródło: GUS, Santander

...przez co gospodarka powinna przyspieszyć w III kw., choć może po słabym sierpniu nie każdy by się z tym zgodził



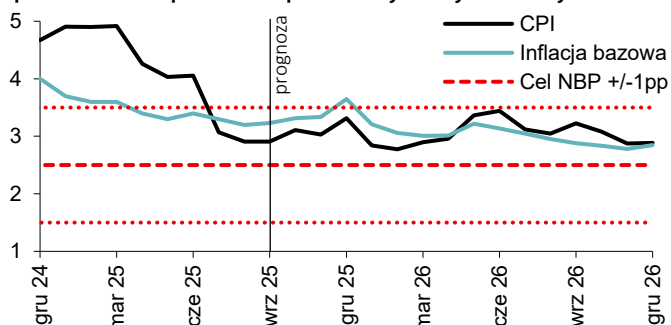
Źródło: GUS, Santander

Bezrobocie odbiło, ale to kwestia proceduralna, przez którą przejściowo wyraźnie spadły wyrejestrowania z tytułu braku gotowości do pracy



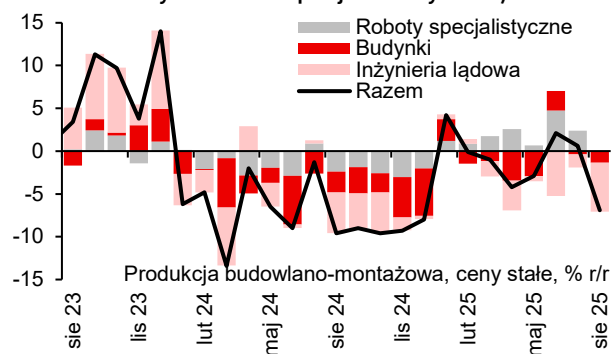
Źródło: MRPiPS, Santander

Inflacja pozostała poniżej 3%, ale wkrótce ciepło ją wybije powyżej; w 2026 r. też ciężko będzie się oderwać od 3%, ale RPP samo pozostawanie w paśmie celu powinno wystarczyć do dalszych obniżek



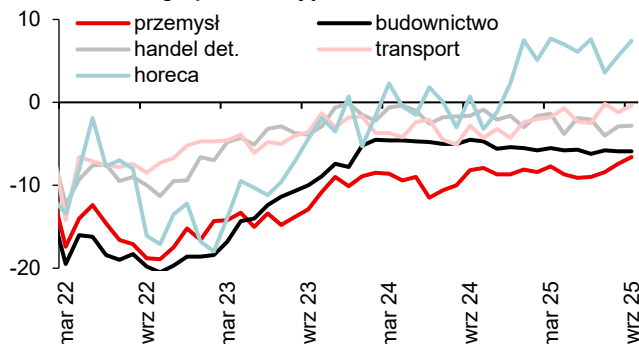
Źródło: GUS, NBP, Santander

(choć w przypadku budownictwa to wciąż walka o stabilizację wyników a nie o przejście w ożywienie)



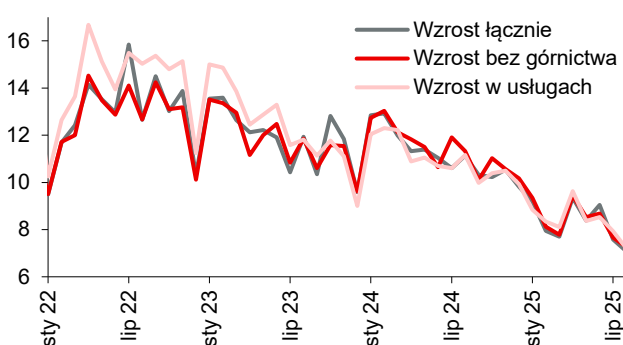
Źródło: GUS, Santander

Wskaźniki nastrojów w biznesie wyłapują poprawę w przemyśle, mocne usługi i potwierdzają brak odbicia w budownictwie



Źródło: KE, Santander

Płace nominalne ponownie wyhamowały mocniej niż rynek zakładał i nie była to kwestia zaburzenia w jednym segmencie rynku



Źródło: GUS, Santander

Z procedowanego w Sejmie projektu budżetu wiemy, że dług będzie szybko szedł w górę w 2026 r. Wg MF sytuacja fiskalna specjalnie się nie poprawi w kolejnych latach - w horyzoncie 4 lat nie widać stabilizacji długu, a deficyt zejdzie poniżej 5% dopiero w 2029 r.

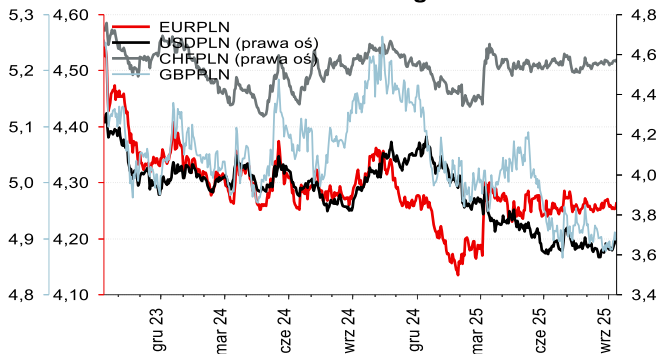
% PKB	2025	2026	2027	2028	2029
Saldo General Government	-6.9	-6.5	-5.7	-6.1	-4.7
Dług General Government	59.8	65.4	69.1	72.7	75.3

Prognozy ze Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2026-2029

Źródło: MF, Santander

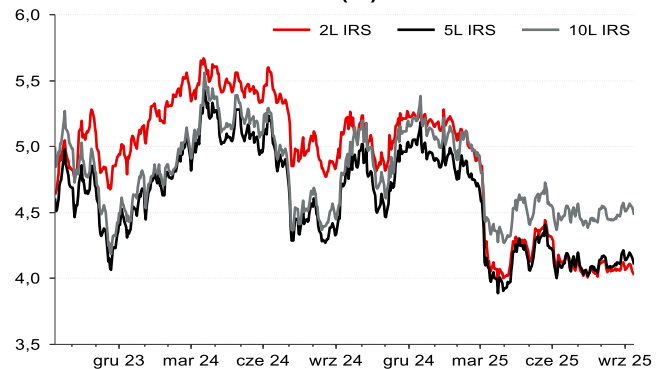
Rynek na wykresach

Notowania złotego



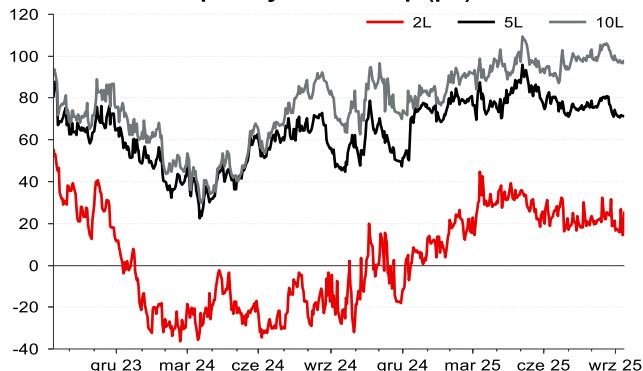
Źródło: LSEG Datastream, Santander

IRS (%)



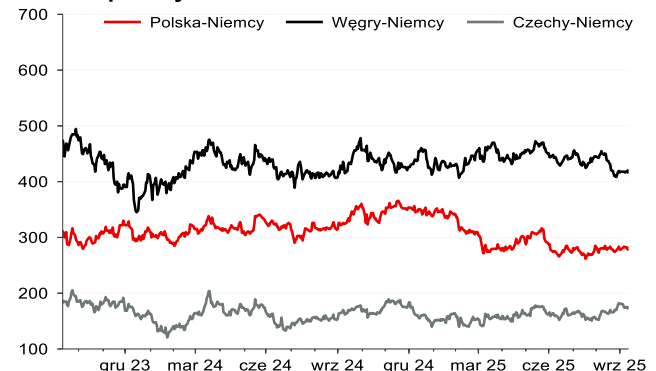
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



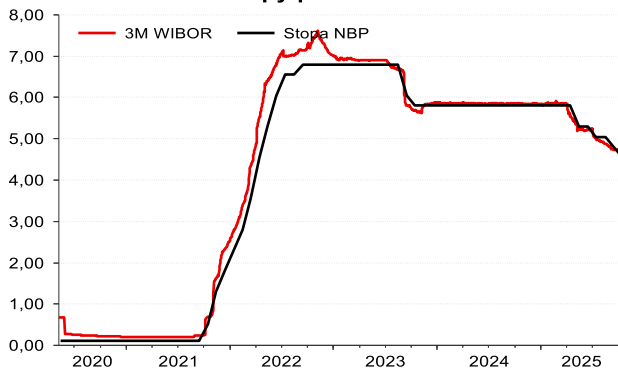
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



Źródło: LSEG Datastream, Santander

Stopy procentowe



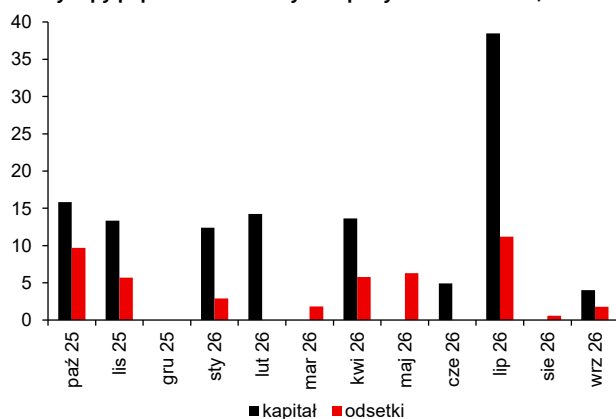
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



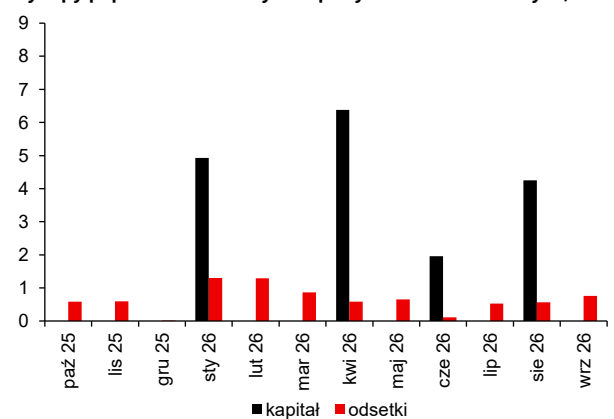
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Wykupy papierów skarbowych i spłaty odsetek w PLN, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wykupy papierów skarbowych i spłaty odsetek walutowych, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Kalendarz wydarzeń i publikacji

PONIEDZIAŁEK	WTOREK	ŚRODA	CZWARTEK	PIĄTEK
29 września EZ: Wsk. ESI (Wrz) US: Niezakończona sprzedaż domów (Sie)	30 PL: Inflacja CPI (Wrz) DE: Sprzedaż detaliczna (Sie) DE: Inflacj CPI (Wrz) US: Wsk. Conf. Board (Wrz)	1 października PL: PMI przemysł (Wrz) DE: PMI przemysł – fin. (Wrz) EZ: PMI przemysł – fin. (Wrz) EZ: Inflacja HICP (Wrz) US: ISM przemysł (Wrz)	2 EZ: Stopa bezrobocia (Sie)	3 DE: PMI usługi – fin. (Wrz) EZ: PMI usługi – fin. (Wrz) US: ISM usługi (Wrz)
6 CZ: Inflacja CPI (Wrz) EZ: Sprzedaż detaliczna (Sie)	7 DE: Zamówienia przemysłowe (Sie)	8 PL: Decyzja RPP ws. stóp proc. DE: Produkcja przemysłowa (Sie) HU: Inflacja CPI (Wrz) US: Minutes FOMC	9 DE: Eksport (Sie)	10 PL: Minutes RPP CZ: Inflacja CPI – fin. (Wrz) US: Wsk. Michigan (Paź)
13 Brak publikacji	14 PL: Bilans płatniczy (Sie) DE: Inflacja CPI – fin. (Wrz) DE: Wsk. ZEW (Paź)	15 PL: Inflacja CPI – fin. (Wrz) EZ: Produkcja przemysłowa (Sie) US: Inflacja CPI (Wrz)	16 PL: Inflacja bazowa (Wrz) US: Sprzedaż detaliczna (Wrz)	17 EZ: Inflacja HICP – fin. (Wrz) US: Rozpoczęte budowy domów (Wrz) US: Pozwolenia na budowę (Wrz) US: Produkcja przemysłowa (Wrz)
20 PL: Płace (Wrz) PL: Zatrudnienie (Wrz) PL: Produkcja przemysłowa (Wrz) PL: PPI (Wrz)	21 PL: Produkcja budowlana (Wrz) HU: Decyzja MNB ws. stóp proc.	22 PL: Sprzedaż detaliczna (Wrz) PL: Koniunktura konsumencka (Paź) PL: Podaż M3 (Wrz)	23 PL: Stopa bezrobocia (Wrz) US: Sprzedaż domów (Wrz)	24 DE: PMI przemysł (Paź) DE: PMI usługi (Paź) EZ: PMI przemysł (Paź) EZ: PMI usługi (Paź) US: Wsk. Michigan – fin. (Paź) US: Sprzedaż nowych domów (Wrz) US: Pozwolenia na budowę – fin. (Wrz)
27 DE: Wsk. Ifo (Paź) US: Zamówienia dóbr trwałych (Wrz)	28 US: Wsk. Conf. Board (Paź)	29 US: Niezakończona sprzedaż domów (Wrz) US: Decyzja FOMC ws. stóp proc.	30 HU: PKB III kw. CZ: PKB III kw. DE: PKB III kw. EZ: PKB III kw. US: PKB III kw. EZ: Wsk. ESI (Paź) DE: Inflacja CPI (Paź) EZ: Decyzja ECB ws. stóp proc.	31 PL: Inflacja CPI (Paź) EZ: Inflacja HICP (Paź) US: Dochody osobiste (Wrz) US: Wydatki osobiste (Wrz) US: Indeks PCE (Wrz)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2025 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	30		6	17		5	24		11	30		18
Decyzja Fed	29		19		7	18	30		17	29		10
Decyzja RPP	16	5	12	2	7	4	2		3	8	5	3
Minutes RPP	20	7	14	4	9	6	4	28		10	7	5
Szybki szacunek PKB*		13			15			13			13	
PKB*		27				2			1			1
Inflacja CPI	15	14	14	15	15	13	15	14	15	15	14	15
Inflacja bazowa	16		17	16	16	16	16	18	16	16	17	16
Ceny producenta	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Produkcja przemysłowa	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Sprzedaż detaliczna	23	24	24	23	26	24	22	25	22	22	25	22
Płace brutto, zatrudnienie	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Handel zagraniczny	14	14	14	14	15	13	15	14	15	14	14	15
Bilans płatniczy*			31			30			30			30
Bilans płatniczy	13	13	17	11	14	13	14	13	12	14	13	15
Podaż pieniądza	24	24	24	23	23	24	22	25	22	22	25	22

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów *dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25
PMI	pkt.	48,6	49,2	48,9	48,2	48,8	50,6	50,7	50,2	47,1	44,8	45,9	46,6	48,0	48,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	-0,4	4,6	-1,3	0,2	-0,9	-1,9	2,4	1,2	4,0	-0,4	3,0	0,7	4,3	2,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-9,0	-9,6	-9,3	-8,0	4,2	-0,1	-1,0	-4,2	-2,9	2,1	0,6	-6,9	-1,5	-1,0
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	-3,0	1,3	3,1	1,9	4,9	-0,5	-0,3	7,6	4,4	2,2	4,8	3,1	7,3	3,5
Stopa bezrobocia	%	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	8,1	7,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7
Eksport (w euro)	% r/r	1,9	2,9	-2,3	0,7	2,7	1,2	3,9	-1,2	4,9	2,7	2,3	1,2	7,0	6,9
Import (w euro)	% r/r	6,1	6,5	-0,4	3,9	10,4	4,0	10,5	6,3	6,1	0,6	2,5	1,2	9,7	9,3
Bilans handlowy	mln EUR	-553	-333	-930	-1 993	-868	-620	-1 551	-1 321	-1 428	75	-1 265	-2 145	-1 371	-1 084
Rachunek bieżący	mln EUR	-810	918	-281	-1 427	-35	115	-1 136	-424	-1 004	-194	-1 335	-2 406	-1 695	-80
Rachunek bieżący	% PKB	0,7	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1
Inflacja (CPI)	% r/r	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	3,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-1,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,5	7,8	8,7	9,3	9,4	9,1	10,3	10,4	10,3	10,5	10,8	11,1	11,1	10,4
Zobowiązania	% r/r	5,9	7,3	8,0	8,7	9,1	8,8	10,2	10,1	9,8	10,3	10,3	10,6	11,3	10,1
Należności	% r/r	2,9	4,5	5,7	5,0	4,7	5,2	5,1	5,5	5,4	4,7	5,1	5,1	6,2	6,1
EUR/PLN	PLN	4,28	4,32	4,33	4,27	4,25	4,17	4,18	4,27	4,25	4,27	4,25	4,26	4,26	4,26
USD/PLN	PLN	3,85	3,96	4,08	4,08	4,10	4,01	3,87	3,80	3,77	3,70	3,64	3,67	3,63	3,65
CHF/PLN	PLN	4,55	4,60	4,63	4,57	4,51	4,43	4,38	4,55	4,55	4,55	4,56	4,54	4,56	4,56
Stopa referencyjna *	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50
WIBOR 3M	%	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,87	5,85	5,57	5,26	5,22	5,02	4,88	4,75	4,65
Rentowność obligacji 2L	%	4,71	4,93	4,96	5,07	5,24	5,27	5,21	4,48	4,55	4,59	4,37	4,26	4,31	4,26
Rentowność obligacji 5L	%	5,04	5,31	5,33	5,40	5,69	5,63	5,59	4,86	4,96	5,11	4,89	4,83	4,90	4,87
Rentowność obligacji 10L	%	5,34	5,64	5,69	5,78	5,97	5,87	5,91	5,35	5,45	5,57	5,41	5,44	5,51	5,51

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska;

* wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	mld PLN	3 415,3	3 653,4	3 888,4	4 130,5	892,9	927,3	971,9	1 096,3	956,3	985,5	1 029,5	1 159,1
PKB	% r/r	0,2	3,0	3,5	3,7	3,2	3,4	3,7	3,7	3,5	3,6	3,5	4,0
Popyt krajowy	% r/r	-3,0	4,5	4,9	5,3	4,6	4,0	5,2	5,7	6,1	5,3	5,0	5,0
Spożycie indywidualne	% r/r	-0,3	2,9	4,0	3,3	2,5	4,4	4,8	4,2	4,0	3,0	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12,7	-0,9	4,5	10,7	6,3	-1,0	3,0	8,0	9,0	12,0	12,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,1	1,1	1,9	4,4	-0,1	1,6	2,7	3,4	5,6	4,7	3,9	3,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,8	-7,6	-1,5	8,5	0,9	-1,4	-2,5	-2,0	3,4	8,3	10,9	9,6
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3,6	3,2	3,7	3,0	1,1	4,6	4,8	4,2	1,2	2,9	4,1	3,6
Stopa bezrobocia *	%	5,1	5,1	5,7	5,6	5,3	5,2	5,6	5,7	5,9	5,5	5,5	5,6
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12,8	13,7	8,8	7,0	10,0	8,8	8,0	8,2	7,7	6,7	6,8	6,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	3,5	-0,7	4,3	7,3	2,6	2,0	3,6	9,0	9,7	7,5	6,2	5,7
Import (w euro)	% r/r	-4,5	2,6	7,2	9,9	8,3	4,3	4,6	11,4	11,5	10,4	9,3	8,5
Bilans handlowy	młn EUR	4 738	-6 184	-16 089	-26 814	-3 037	-2 674	-4 781	-5 597	-4 869	-5 482	-7 816	-8 648
Rachunek bieżący	młn EUR	11 591	2 616	-11 548	-23 941	-1 057	-1 623	-5 436	-3 432	-3 397	-4 723	-8 875	-6 946
Rachunek bieżący	% PKB	1,5	0,3	-1,3	-2,5	-0,4	-0,7	-1,0	-1,3	-1,5	-1,8	-2,1	-2,5
Wynik general government	% PKB	-5,3	-6,6	-6,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	11,6	3,6	3,8	3,0	4,9	4,1	3,0	3,2	2,8	3,3	3,1	2,9
Inflacja (CPI) *	% r/r	6,2	4,7	3,3	2,9	4,9	4,1	2,9	3,3	2,9	3,4	3,2	2,9
Inflacja bazowa po wył cen żywności i energii	% r/r	10,2	4,3	3,4	3,0	3,6	3,4	3,2	3,4	3,1	3,1	3,0	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,8	-6,7	-1,3	0,1	-1,1	-1,5	-1,2	-1,4	-0,7	0,0	0,4	0,6
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	8,5	9,3	10,0	7,7	10,3	10,5	11,1	10,0	9,4	7,8	7,0	7,7
Zobowiązania *	% r/r	9,8	8,7	9,5	8,1	10,2	10,3	11,3	9,5	9,5	8,5	7,5	8,1
Należności *	% r/r	0,0	5,0	5,9	7,1	5,1	4,7	6,2	5,9	6,4	6,6	6,3	7,1
EUR/PLN	PLN	4,54	4,31	4,25	4,28	4,20	4,26	4,26	4,26	4,27	4,28	4,28	4,28
USD/PLN	PLN	4,20	3,98	3,76	3,78	3,99	3,76	3,65	3,65	3,71	3,77	3,80	3,82
CHF/PLN	PLN	4,68	4,52	4,50	4,23	4,44	4,55	4,55	4,45	4,27	4,23	4,22	4,20
Stopa referencyjna *	%	5,75	5,75	4,50	4,00	5,75	5,25	4,75	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	6,52	5,86	5,18	4,25	5,86	5,35	4,88	4,62	4,39	4,23	4,20	4,20
Rentowność obligacji 2L	%	5,67	5,05	4,58	4,39	5,24	4,54	4,31	4,24	4,39	4,44	4,39	4,36
Rentowność obligacji 5L	%	5,66	5,33	5,07	4,70	5,63	4,97	4,87	4,82	4,78	4,73	4,68	4,63
Rentowność obligacji 10L	%	5,83	5,55	5,55	4,93	5,92	5,46	5,45	5,37	5,13	4,98	4,85	4,75

Źródło: GUS NBP MF Santander; * wartość na koniec okresu

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 10.10.2025 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

Email: ekonomia@santander.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

Piotr Bielski	– Dyrektor	691 393 119
Bartosz Białas	– Ekonomista	517 881 807
Adrian Domitrz	– Ekonomista	571 664 004
Marcin Luziński	– Ekonomista	510 027 662
Grzegorz Ogonek	– Ekonomista	609 224 857



Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. i jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. i jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji dostępnych na życzenie prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A. Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl.