

Codziennik

Złoty mocniejszy po decyzji S&P

Agencja S&P potwierdziła rating Polski A- z perspektywą stabilną
Stopa bezrobocia stabilna w październiku, wynagrodzenia spowolniły bardziej od oczekiwań w III kw.
Umocnienie złotego po decyzji S&P i szansach na koniec shutdownu w USA

Dzisiaj rano ukazał się drugi odczyt inflacji HICP w Niemczech, potwierdzając wzrost cen o 2,3% r/r, poza tym kalendarz publikacji jest pusty. Rynek czeka na czwartkowe dane o PKB i piątkowe o CPI.

W piątek NBP opublikował szczegóły nowej projekcji inflacji i PKB. Ścieżki inflacji CPI oraz bazowej zostały spłaszczone w porównaniu z projekcją lipcową: są nieco niższe w 2026 r. i nieco wyższe w 2027 r. Wpływ obniżek stóp procentowych o 75 pb dokonanych od lipca do października nie wydaje się duży. Rewizja ścieżki CPI w porównaniu z lipcową opierała się na niższym niż oczekiwano komponencie cen energii w 2025 r. i niższych cenach żywności w 2026 r., podczas gdy w 2027 r. inflacja bazowa dodała 0,1 pp. do dynamiki CPI. Tym razem NBP założył wzrost cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych w I kw. 2026 r. do poziomu wyznaczonego przez URE na IV kw. 2025 r., co podbija inflację na początku 2026 r. o 0,3-0,4 pp. Rzeczywista decyzja regulatora dotycząca cen energii elektrycznej w 2026 r. będzie znana RPP na posiedzeniu w styczniu i naszym zdaniem, zgodnie z sugestiami rządu, może ona oznaczać brak podwyżki względem obecnego poziomu zamrożenia. Ścieżka PKB została zmieniona z 3,6% r/r w 2025 r. i 3,1% r/r w 2026 r. na 3,4% r/r w tym roku i 3,7% r/r w przyszłym (blisko naszej prognozy 3,5% i 3,7% r/r), ze względu na słabsze niż oczekiwano inwestycje w tym roku, prowadzące do akumulacji wydatków w 2026 r. NBP zakłada wzrost PKB w III kw. 2025 r. na poziomie 3,3%, ale gdyby skorygować go o dobre dane za wrzesień (nieuwzględnione w projekcji), prognoza wyniosłaby 3,5-3,6%. Luka popytowa utrzymuje się na poziomie bliskim zeru w latach 2026-2027, co wskazuje, że inflacja będzie dobrze zakotwiczona na poziomie oficjalnego celu. Ponadto, projekcja zakłada podobną jak poprzednio ścieżkę płac schodzącą do średnio 6,4% r/r w 2026 r. i 5,4% r/r w 2027 r. Naszym zdaniem, po tym jak RPP posunęła się już dość daleko w obniżkach stóp, będzie wolą działać ostrożnie i poczekać z kolejną decyzją na decyzję regulatora w sprawie cen energii elektrycznej na 2026 r.

Wg wstępnych danych MRPIs, stopa bezrobocia rejestrowanego w październiku nie zmieniła się, potwierdzając nasze i rynkowe prognozy. Liczba bezrobotnych wzrosła tylko o 2,2 tys. m/m, więc wygląda na to, że nadmiarowe wzrosty spowodowane reformą urzędów pracy wygasły w tym aspekcie. Gorzej natomiast prezentują się cały czas dane o liczbie ofert w urzędach pracy – w dalszym ciągu są o połowę niższe niż rok wcześniej, co wg nas nie odzwierciedla faktycznego popytu na pracę, a zmiany proceduralne urzędów.

Wzrost przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w III kw. br. spowolnił do 7,5% r/r z 8,8% r/r w II kw. Wynik jest nieco niższy niż nasza prognoza (7,9% r/r) i niż założony w nowej projekcji NBP (8,2% r/r). W ramach całej gospodarki dynamika w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się z 9,2% do 7,1% r/r, a w pozostałej części gospodarki (w usługach nierynkowych oraz w mikrofirmach), wg naszych szacunków, z 8,3% do 8,1%. W związku z tym niemal całkowicie za spowolnienie wzrostu całej gospodarki odpowiadał tym razem sam sektor przedsiębiorstw. Bardziej szczegółowa dekompozycja wzrostu wg branż będzie możliwa po publikacji Biuletynu Statystycznego 26 listopada. W ujęciu odsezonowanym płace wzrosły o 1,9% kw/kw, podobnie jak kwartał wcześniej (1,8%). Jest to nadal dość wysokie tempo wzrostu i spodziewamy się stopniowego spowalniania w kolejnych okresach.

Agencja S&P potwierdziła w piątek rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Wg agencji stabilna perspektywa odzwierciedla równowagę między solidnym wzrostem gospodarczym a szybko rosnącym zadłużeniem. Wg S&P ocena mogłaby zostać obniżona w przypadku znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu PKB, wzrostu nierównowag gospodarczych, szoków zewnętrznych, eskalacji wojny na Ukrainie. Podwyżka ratingu byłaby możliwa w przypadku znaczącej redukcji deficytów fiskalnych i skierowania długu na ścieżkę spadkową.

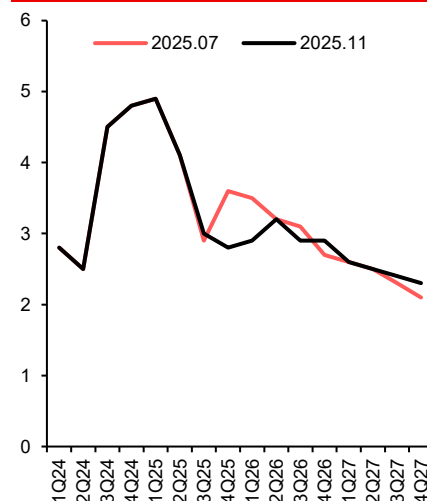
Prezydent Nawrocki przygotował projekt mający obniżyć rachunki za energię elektryczną o 33%. W myśl projektu rachunki miałyby być zredukowane o komponent opłaty OZE, mocowej, kogeneracyjnej i przejściowej. Ponadto projekt proponuje obniżenie kosztów certyfikatów i opłat dystrybucyjnych, zmiany zasad bilansowania systemu rynku energii oraz obniżenie podatku VAT energii dla gospodarstw domowych z 23% do 5%. Koszty projektu dla budżetu szacowane są na co najmniej 14 mld zł rocznie.

Członek RPP Ireneusz Dąbrowski w wywiadzie z TOK FM nie wykluczył kolejnej obniżki stóp procentowych już w grudniu oraz stwierdził, że na koniec cyklu stopa referencyjna może wynieść 3,5%.

Złoty i korona czeska kontynuowały umocnienie dzięki osłabieniu dolara do euro, kierującemu EURUSD w okolice 1,16. Decyzja S&P o utrzymaniu polskiego ratingu i jego perspektywy bez zmian w piątek wieczorem oraz weekendowe uchwalenie przez Senat USA prowizorium budżetowego, dającego szansę na zakończenie government shutdown, pozwoliły na spadek EURPLN poniżej 4,23 na nie płynnym rynku w czasie długiego weekendu, ale dzisiaj rano kurs jest ponownie nieco powyżej tego poziomu.

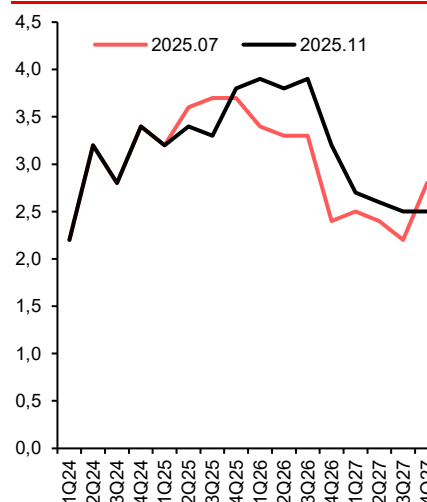
Rentowności polskich obligacji w piątek lekko wzrosły na krótkim końcu, a spadły na długim. Stopy IRS i stopy FRA spadły o 1-2pb. Perspektywa zakończenia shutdownu w USA wywołała we wtorek presję w dół na rentowności obligacji o dłuższych tenorach na rynkach bazowych, która może udzielić się teraz polskim papierom. Wpływ decyzji S&P na krajowy rynek długu nie był wyraźnie widoczny.

Ścieżka inflacji CPI w dwóch ostatnich projekcjach NBP, % r/r



Źródło: NBP, Santander

Ścieżka PKB w dwóch ostatnich projekcjach NBP, % r/r



Źródło: NBP, Santander

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

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4,2319	CZKPLN	0,1740
USDPLN	3,6519	HUFPLN*	1,1000
EURUSD	1,1588	RONPLN	0,8329
CHFPLN	4,5664	NOKPLN	0,3631
GBPPLN	4,8014	DKKPLN	0,5680
USDCNY	7,1173	SEKPLN	0,3862

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

10.11.2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2318	4,2406	4,2397	4,2327	4,2351
USDPLN	3,6551	3,6693	3,6670	3,6662	3,661
EURUSD	1,1542	1,1583	1,1561	1,1544	-

Rynek stopy procentowej

10.11.2025

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
DS0727 (2L)	4,23	0
PS0730 (5L)	4,73	0
DS1035 (10L)	5,34	0

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	3,98	0	3,83	-4	2,13	0
2L	3,92	0	3,65	0	2,15	0
3L	3,95	0	3,62	0	2,22	-1
4L	3,99	0	3,63	1	2,30	-1
5L	4,05	0	3,67	1	2,37	-1
8L	4,26	0	3,84	0	2,56	-1
10L	4,41	0	3,95	1	2,67	-2

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	4,33	-17
T/N	4,38	-1
SW	4,35	-7
1M	4,42	0
3M	4,28	-2
6M	4,19	-2
1Y	4,17	-1

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	4,16	0
3x6	3,95	0
6x9	3,75	0
9x12	3,71	0
3x9	3,89	0
6x12	3,75	0

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

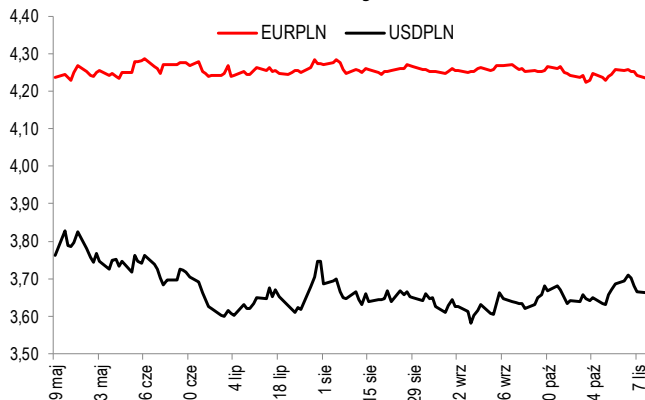
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	60	0	268	1
Francja	16	0	77	-1
Węgry	102	0	431	12
Hiszpania	22	0	51	0
Włochy	14	0	75	0
Portugalia	11	0	36	0
Irlandia	10	0	23	0
Niemcy	6	0	-	-

*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

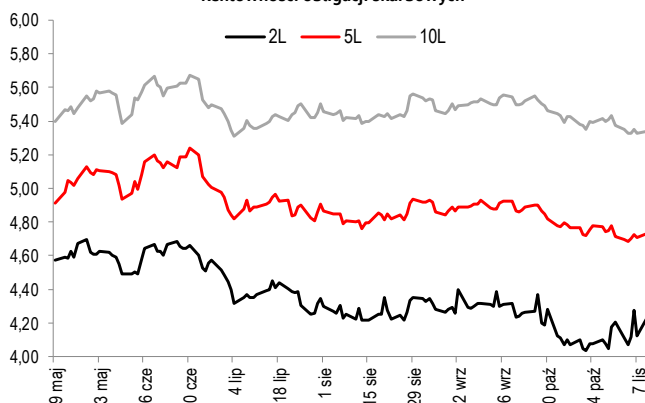
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

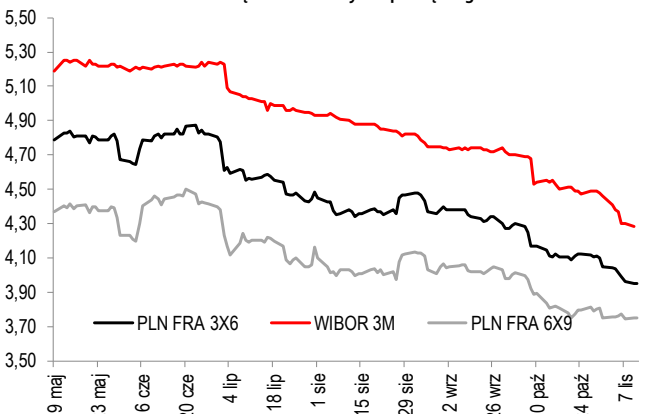
Kurs złotego



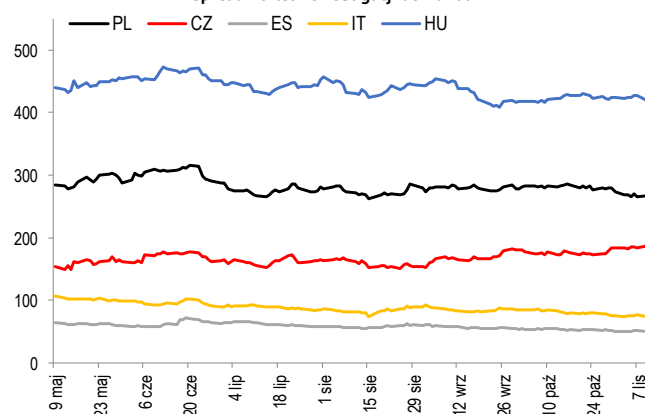
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (7 listopada)							
08:00	DE	Eksport	IX	% m/m	0,5	1,4	-0,7
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	X	tys.	-20,0	-	22,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	X	%	4,4	-	4,3
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	53,0	50,3	53,6
PONIEDZIAŁEK (10 listopada)							
brak publikacji danych							
WTOREK (11 listopada)							
08:30	HU	Inflacja	X	% r/r	4,5	-	4,3
09:00	CZ	Inflacja	X	% r/r	2,5	-	2,5
11:00	DE	ZEW	XI	pkt	-78,0	-	-80,0
ŚRODA (12 listopada)							
08:00	DE	Inflacja HICP	X	% m/m	0,3	-	0,3
CZWARTEK (13 listopada)							
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	3,7	3,7	- 3,4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	0,8	-	-1,2
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-1572	-1800	- -3087
14:00	PL	Bilans handlowy	IX	mln €	-1125	-1125	- -2147
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	29944	30505	- 24991
14:00	PL	Import	IX	mln €	30709	31630	- 27138
14:30	US	Inflacja	X	% m/m	0,2	-	0,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	08.11.2025	tys.	225,0	-	219,0
PIĄTEK (14 listopada)							
10:00	PL	Inflacja	X	% r/r	2,8	2,8	- 2,8
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	1,3	-	1,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-	-	0,6

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

* w przypadku rewizji dane uaktualnione

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. 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. lub 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