

Codziennik

Inflacja poniżej celu

Dziś polski PMI za listopad i struktura PKB w III kw.

Inflacja w listopadzie wyniosła 2,4% r/r, poniżej oczekiwań i celu NBP

Nieco słabszy złoty, niższe rentowności obligacji i rynkowe stopy procentowe

Dzisiaj poznamy drugi szacunek wzrostu polskiego PKB w III kw. i pierwsze informacje nt. jego struktury. Spodziewamy się potwierdzenia dynamiki równej 3,7% r/r i 0,8% kw/kw, która była naszym zdaniem napędzana ponad 4-proc. wzrostem konsumpcji prywatnej i powracającym na plus wzrostem inwestycji rządu 3% r/r. Dane o bilansie płatniczym i cenach w handlu zagranicznym sugerują, że pozytywną niespodziankę mógł też sprawić w III kwartale eksport netto. Poznamy też dziś listopadowy PMI, który potwierdzi naszym zdaniem dalszą lekką poprawę nastrojów w krajowym przemyśle, podobnie jak inne badania koniunktury (GUS, ESI). Analogiczne wartości wskaźnika PMI ukażą się też dla gospodarek europejskich, a także USA (gdzie zostanie opublikowany także przemysłowy wskaźnik ISM). Ponadto w USA mają być opublikowane zaległe dane o zamówieniach dóbr trwałych, zamówieniach przemysłowych oraz dane z rynku nieruchomości.

Inflacja CPI ponownie zaskoczyła w dół, spadając w listopadzie z 2,8% r/r do 2,4% r/r wobec konsensusu rynkowego i naszej prognozy na poziomie 2,6% r/r. Głównym źródłem niespodzianki w dół musiała być inflacja bazowa, która – według naszej oceny – spadła w listopadzie z 3,0% r/r do 2,6–2,7% r/r. Wygląda na to, że inflacja może utrzymać się poniżej celu 2,5% r/r przez większą część 2026 r. W związku z tym zmieniliśmy nasz pogląd na perspektywę polityki pieniężnej: obniżka stóp procentowych o 25 pb w grudniu wydaje nam się teraz bardzo prawdopodobna. Może po niej nastąpić dwumiesięczna przerwa, a w marcu RPP może wznowić cykl tagodzenia i – poruszając się małymi krokami – sprowadzić główną stopę NBP do 3,5% lub niżej. Więcej w naszym [Komentarzu Ekonomicznym](#).

Październikowe dane NBP o sprzedaży kredytów pokazały dalszy wzrost nowych kredytów dla osób fizycznych i spadek udzielonych kredytów dla firm. Sprzedaż kredytów mieszkaniowych wzrosła z 9,6 mld zł we wrześniu do prawie 10,0 mld zł w październiku, co daje sprzedaż w ujęciu 12-miesięcznym na poziomie 92,6 mld zł, tj. najwyższym w historii, przewyższając już zeszłoroczne maksimum osiągnięte w warunkach realizacji programu „Bezpieczny Kredyt 2%”. Wartość nowych kredytów konsumpcyjnych zmieniła się w mniejszym stopniu, z 11,3 do 11,6 mld zł, co stanowi wzrost o 10,7% r/r. Po mocnym wzroście we wrześniu sprzedaż kredytów dla przedsiębiorstw powróciła w pobliże wartości obserwowanych we wcześniejszych miesiącach, spadając z 16,1 mld zł do 12,0 mld zł. Nie postrzegamy październikowego spadku jako sygnału osłabienia popytu, lecz po prostu jako odreagowanie po wysokim wyniku z września.

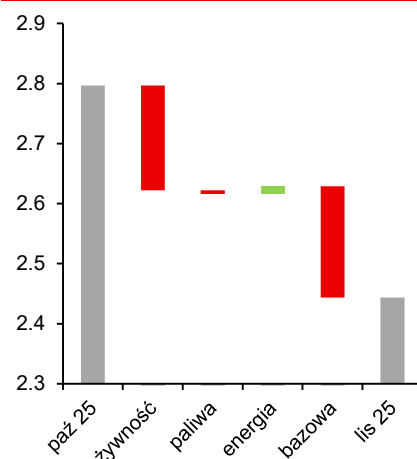
Ministerstwo Energii cofnęło decyzję o podwyżce w 2026 r. opłaty kogeneracyjnej w rachunkach za prąd (z 3 do 4,36 zł/MWh rocznie). Do tego opłata przejściowa (rządu 4 zł/rok) nie będzie już pobierana. Te składniki, podobnie jak opłata OZE rosną w przyszłym roku o 3,80 zł/MWh rocznie) mają relatywnie mały wpływ na wysokość rachunków w porównaniu z zatwierdzoną przez URE podwyżką opłaty mocy. Nie wiadomo jeszcze jak zmieni się sama cena prądu i czy jej spadek (sugerowany przez ministra energii) zniweluje efekt wyższej opłaty mocy.

Inflacja HICP w Niemczech wg wstępnego szacunku wyniosła w listopadzie 2,6% r/r i -0,5% m/m. Odczyt miesięczny był zatem zgodny z rynkowymi oczekiwaniami, choć w ujęciu r/r spodziewano się wzrostu o 2,4%. Z kolei **wzrost PKB Czech w III kw. został zrewidowany w górę o 0,1 pkt proc.** i wyniósł 2,8% r/r wobec 2,6% r/r kwartał wcześniej.

Wzrost oczekiwań na obniżki stóp po publikacji danych o krajowej inflacji pchnął EURPLN w górę do niemal 4,24. Od początku piątkowej sesji złoty się stopniowo osłabiał, choć zmiana względem euro nie było większa niż 0,2% wobec poziomu z czwartku. Pod koniec dnia nastąpiła korekta i EURPLN zakończył sesję na poziomie 4,232. W tym tygodniu zakładamy stabilizację kursu w pobliżu 4,24, do czego przyczyni się zakładana obniżka stóp w środę i raczej gołębi ton konferencji prezesa NBP dzień później. Węgierski forint zakończył tydzień bez większych zmian przy EURHUF ok. 381,5, a czeska korona przy EURCZK ok. 24,17. EURUSD zaczął ubiegły tydzień niewiele powyżej 1,15, a zakończył na 1,16, przy czym w połowie piątku był jeszcze w okolicy 1,156.

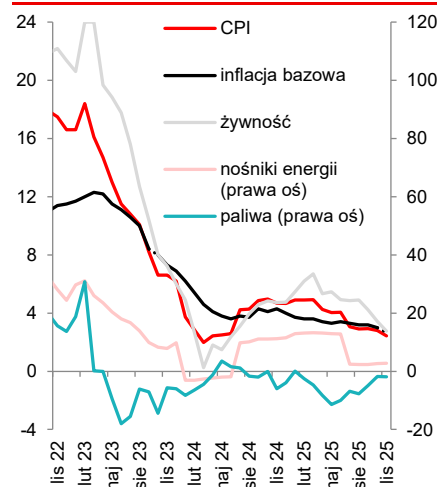
W ślad za danymi o niskiej inflacji rentowności polskich obligacji zeszły o 8-10 pb, bardziej na krótkim końcu krzywej dochodowości. Nastąpił też wyraźny spadek stóp IRS o 6-8 pb, a stóp FRA o 9-11 pb. Wycena rynkowa przesunęła się w stronę antycypowania zejścia stopy referencyjnej poniżej 3,5% w 2026 r. Jeżeli decyzja RPP i konferencja prezesa Głapińskiego nie zaskoczą jastrzębim sygnałem, krzywe powinny się utrzymać na tych poziomach do końca tygodnia.

CPI, % r/r, struktura zmiany inflacji



Źródło: GUS, Santander

CPI, główne kategorie, % r/r



Źródło: GUS, 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 Luźniński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4,2366	CZKPLN	0,1746
USDPLN	3,6540	HUFPLN*	1,0984
EURUSD	1,1594	RONPLN	0,8327
CHFPLN	4,5304	NOKPLN	0,3592
GBPPLN	4,8194	DKKPLN	0,5655
USDCNY	7,0730	SEKPLN	0,3848

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

28.11.2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2275	4,2393	4,2287	4,2334	4,2369
USDPLN	3,6431	3,6679	3,6487	3,6499	3,6624
EURUSD	1,1553	1,1607	1,1586	1,1599	-

Rynek stopy procentowej

28.11.2025

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
DS0727 (2L)	4,01	0
PS0730 (5L)	4,51	-8
DS1035 (10L)	5,18	-6

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	3,75	-8	3,79	2	2,14	0
2L	3,68	-7	3,56	2	2,17	0
3L	3,69	-7	3,52	3	2,25	1
4L	3,74	-7	3,52	1	2,33	1
5L	3,81	-6	3,57	3	2,41	1
8L	4,04	-5	3,75	3	2,63	2
10L	4,20	-5	3,87	2	2,75	2

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	4,18	-8
T/N	4,33	0
SW	4,32	1
1M	4,30	-2
3M	4,22	2
6M	4,08	-1
1Y	4,05	-2

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	3,98	-6
3x6	3,65	-10
6x9	3,49	-10
9x12	3,45	-9
3x9	3,61	-8
6x12	3,50	-8

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

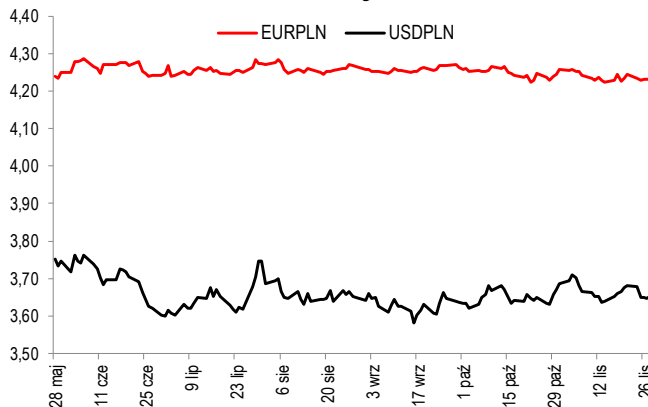
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	61	0	249	-8
Francja	15	0	72	-1
Węgry	107	0	437	-4
Hiszpania	20	0	48	-1
Włochy	13	0	72	-1
Portugalia	9	0	32	-1
Irlandia	10	0	21	-1
Niemcy	5	0	-	-

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

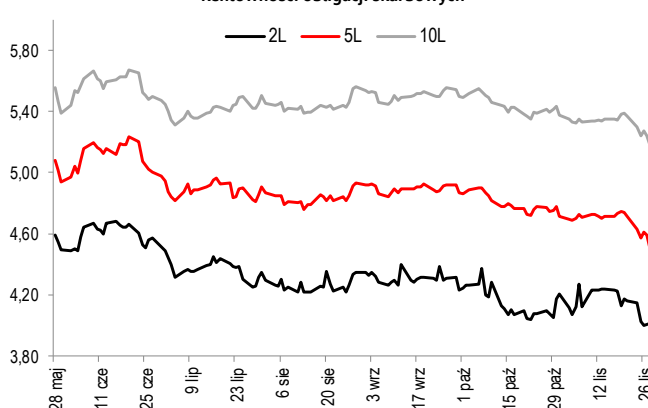
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

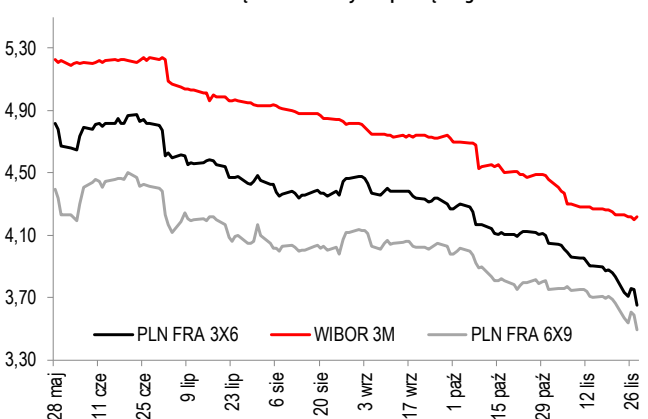
Kurs złotego



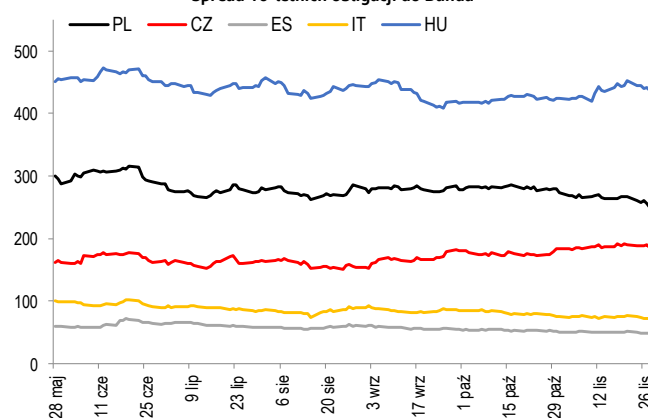
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bundów



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (28 listopada)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,2	-	-0,3
09:00	CZ	PKB SA	III kw.	% r/r	2,7	-	2,8
10:00	PL	Inflacja	XI	% r/r	2,6	2,6	2,8
14:00	DE	Inflacja HICP	XI	% m/m	-0,5	-	-0,5
PONIEDZIAŁEK (1 grudnia)							
	US	Zamówienia dóbr trwałych	IX	% m/m	0,5	-	0,5
	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	% m/m	1,7	-	-8,5
	US	Sprzedaż nowych domów	IX	% m/m	-8,1	-	20,5
	US	Zamówienia przemysłowe	IX	% m/m	-	-	1,4
09:00	PL	PMI przemysł	XI	pkt	49,1	49,3	48,8
09:55	DE	PMI przemysł	XI	pkt	48,4	-	49,6
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	49,7	-	50,0
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	3,7	3,7	3,3
16:00	US	ISM przemysł	XI	pkt	49,0	-	48,7
WTOREK (2 grudnia)							
08:30	HU	PKB	III kw.	% r/r	0,6	-	0,6
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	XI	% r/r	2,1	-	2,1
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	X	%	6,3	-	6,3
ŚRODA (3 grudnia)							
	PL	Decyzja RPP	XII	%	4,00	4,00	4,25
02:45	CN	PMI usługi	XI	pkt	52,0	-	52,6
09:55	DE	PMI usługi	XI	pkt	52,7	-	54,6
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	53,1	-	53,0
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	20	-	42
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	IX	% m/m	0,1	-	-0,1
16:00	US	ISM usługi	XI	pkt	52,0	-	52,4
CZWARTEK (4 grudnia)							
09:00	CZ	Inflacja	XI	% r/r	2,5	-	2,3
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,2	-	-0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	225	-	216
PIĄTEK (5 grudnia)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-0,5	-	1,1
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	-4,2	-	-1,5
11:00	PL	Produkcja usług	IX	% r/r	-	6,0	4,9
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	1,4	-	1,4
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	52,0	-	51,0
16:00	US	Wydatki osobiste	IX	% m/m	0,3	-	0,6
16:00	US	Dochody osobiste	IX	% m/m	0,3	-	0,4
16:00	US	Indeks cen PCE SA	IX	% m/m	0,3	-	0,3

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