

Codziennik

RPP może kontynuować luzowanie polityki pieniężnej

Dziś dane o PKB strefy euro, produkcja na Węgrzech i zestaw danych z USA
Adam Glapiński nie wyklucza dalszych obniżek stóp procentowych
Niewielkie osłabienie złotego i minimalny wzrost rentowności obligacji

Dzisiaj Eurostat opublikuje nowe, bardziej szczegółowe szacunki PKB i zatrudnienia strefy euro w III kw., a na Węgrzech ukazać się dane o produkcji przemysłowej w październiku. Pojawi się też porcja danych z USA: grudniowa koniunktura konsumencka (indeks Michigan), a także zaległe wrześniowe dane dotyczące dochodów i wydatków osobistych oraz inflacji PCE. Opublikowane rano dane o zamówieniach przemysłowych w Niemczech okazały się lepsze od oczekiwań – po wyrównaniu sezonowym wzrosły w październiku o 1,5% m/m, a ich odczyt z września został zrewidowany z 1,1% m/m do 2,0% m/m.

Prezes NBP Adam Glapiński podczas wczorajszej konferencji pozostawił otwartą furtkę dla dalszego luzowania polityki pieniężnej. Stwierdził, że RPP prawdopodobnie przejdzie teraz w tryb wyczekiwania („wait-and-see”), aby się przyjrzeć, jak rozwija się sytuacja, ale następnie może wznowić obniżki stóp procentowych, jeśli pozwolą na to okoliczności. Glapiński powiedział, że jego własne stanowisko jest dość konserwatywne i byłby zadowolony z utrzymania stopy referencyjnej przez dłuższy czas na obecnym poziomie 4,0% (który określił jako „doskonały”). Jednak w jego ocenie inni członkowie RPP mogą preferować obniżenie stóp procentowych do nieco niższego poziomu, prawdopodobnie do 3,75–3,50%. Naszym zdaniem komentarze prezesa NBP sugerują, że RPP prawdopodobnie pozostawi stopy procentowe bez zmian w styczniu i lutym. W marcu znany będzie pierwszy szacunek CPI za styczeń, jeszcze przed jego korektą w oparciu o nowe wagi w koszyku, a także wyniki nowej projekcji NBP. Uważamy, że może to wystarczyć do kolejnej obniżki stóp, jeśli tylko ten wstępny odczyt CPI spadnie poniżej 2,5% (jak obecnie przewidujemy). Następnie spodziewamy się kolejnej obniżki stóp w kwietniu lub maju (bardziej prawdopodobny wydaje się ten drugi termin), co spowoduje, że główna stopa referencyjna wyląduje na poziomie 3,5% i utrzyma się tam do końca roku. Więcej w [Komentarzu Ekonomicznym](#).

Zgodnie z nowym raportem Global Economic Outlook, agencja Fitch prognozuje, że wzrost PKB w Polsce w 2026 r. wyniesie 3,2%, bez zmian wobec poprzedniej prognozy i o 0,1 pkt proc. poniżej wyniku prognozowanego przez agencję na 2025 r. Inflacja zdaniem agencji wyniesie 3,2% na koniec 2026 r., natomiast stopy procentowe zejdą o 25 pb w 2026 r. i kolejne 25 pb w 2027 r. Przedstawione prognozy dość istotnie różnią się od naszych – spodziewamy się wyższego wzrostu PKB, w tym inwestycji, a niższej trajektorii inflacji.

Listopadowa inflacja w Czechach zaskoczyła w dół i wyniosła 2,1% r/r wobec oczekiwań oraz poprzedniego odczytu na poziomie 2,5% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny spadły o 0,3%, podczas gdy spodziewano się wzrostu o 0,1%. Za niskimi danymi stał spadek cen żywności i spowolnienie dynamiki cen dóbr, natomiast inflacja cen usług, której uporczywość wpływa na dość jastrzębią postawę banku centralnego, pozostała na stabilnym poziomie.

Po korekcie efektów o charakterze sezonowym sprzedaż detaliczna strefy euro w październiku nie zmieniła się względem września, podczas gdy konsensus rynkowy stawiał na wzrost o 0,2%. W ujęciu rocznym sprzedaż wzrosła o 1,5% wobec 1,2% miesiąc wcześniej. Wzrosła sprzedaż żywności i paliw (w obu przypadkach o 0,3% m/m), spadła natomiast sprzedaż pozostałych produktów nieżywnościowych.

Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA wyniosła w ostatnim tygodniu 191 tys., około 30 tys. poniżej oczekiwań i wyniku z poprzedniego tygodnia. Pozytywne zaskoczenie w danych o bezrobotnych miało miejsce dzień po publikacji słabszych od oczekiwań danych o zatrudnieniu na rynku prywatnym ADP Research. Ogółem, dane z rynku pracy USA wskazują, że choć pracodawcy wykazują ostrożność w decyzjach o zwiększaniu zatrudnienia, to nie zwiększają tempa zwolnień.

Polski złoty lekko się osłabił, a kurs EURPLN podniósł się o 0,15% do 4,232. Czeska korona i węgierski forint także się osłabiły, notując odpowiednio EURCZK na poziomie 24,2 i EURHUF 382,5. Osłabienie walut regionu CEE mogło być wczoraj efektem napięć na linii UE-Rosja wokół dyskusji o możliwym przejęciu aktywów rosyjskich do celów odbudowy Ukrainy.

Rynek długu w czwartek odnotował tylko niewielkie zmiany. Rentowności polskich obligacji wzrosły o 1-2 pb, podobnie jak stopy IRS. Stawki FRA zwiększyły się nieco mocniej, o 3-4pb, co może być pokłosiem sugestii Adama Glapińskiego, że Rada weszła w tryb „wait-and-see”. Ministerstwo Finansów przeprowadzi dziś przetarg obligacji o wartości 7-12 mld zł oraz bonów pieniężnych za 2-4 mld zł.

Prognozy agencji Fitch, grudzień 2025

	2025	2026	2027
PKB (r/r)	3,30	3,20	2,90
Spożycie prywatne (r/r)	4,30	3,60	2,60
Inwestycje (r/r)	1,90	4,10	2,60
CPI (% 31 XII)	2,60	3,20	3,10
Stopa ref. NBP (% 31 XII)	4,00	3,75	3,50
Kurs USDPLN (31 XII)	3,60	3,70	3,70

Źródło: Fitch Ratings, 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	4,2307	CZKPLN	0,1745
USDPLN	3,6263	HUFPLN*	1,0964
EURUSD	1,1667	RONPLN	0,8311
CHFPLN	4,5191	NOKPLN	0,3593
GBPPLN	4,8441	DKKPLN	0,5664
USDCNY	7,0681	SEKPLN	0,3853

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

04.12.2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2245	4,2331	4,2253	4,2316	4,2299
USDPLN	3,6186	3,6317	3,6242	3,6298	3,6221
EURUSD	1,1651	1,1681	1,1657	1,1658	-

Rynek stopy procentowej

04.12.2025

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
DS0727 (2L)	3,97	0
PS0730 (5L)	4,57	3
DS1035 (10L)	5,19	0

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	3,78	2	3,77	2	2,15	1
2L	3,72	2	3,58	3	2,20	2
3L	3,74	1	3,56	3	2,29	2
4L	3,79	1	3,57	4	2,38	2
5L	3,86	1	3,62	5	2,47	3
8L	4,10	1	3,82	4	2,68	2
10L	4,26	1	3,94	4	2,80	2

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	3,92	-15
T/N	4,07	-13
SW	4,09	-13
1M	4,18	-1
3M	4,12	-3
6M	3,97	-4
1Y	3,92	-7

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	4,00	3
3x6	3,72	3
6x9	3,57	4
9x12	3,53	4
3x9	3,68	3
6x12	3,58	5

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

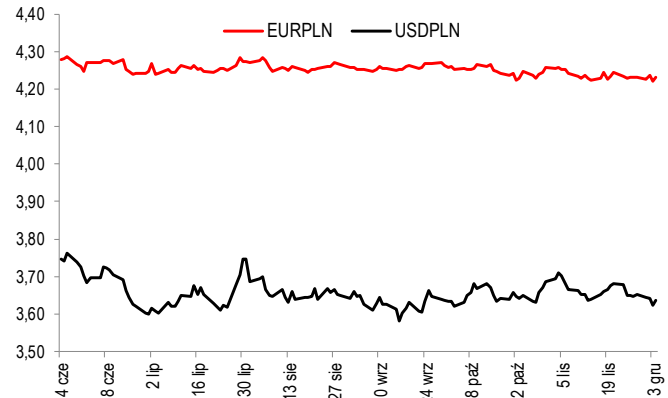
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	60	-1	242	-3
Francja	15	0	75	1
Węgry	106	-1	418	-8
Hiszpania	20	0	48	0
Włochy	13	0	70	0
Portugalia	9	0	34	0
Irlandia	9	0	21	0
Niemcy	5	0	-	-

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

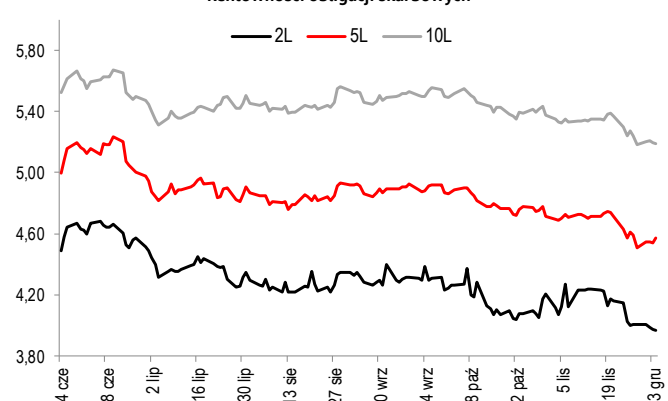
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

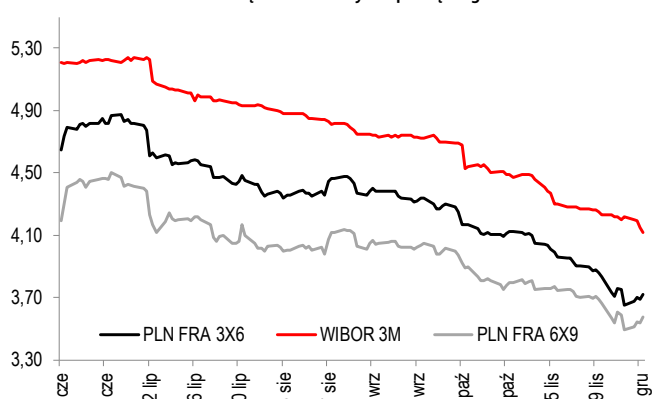
Kurs złotego



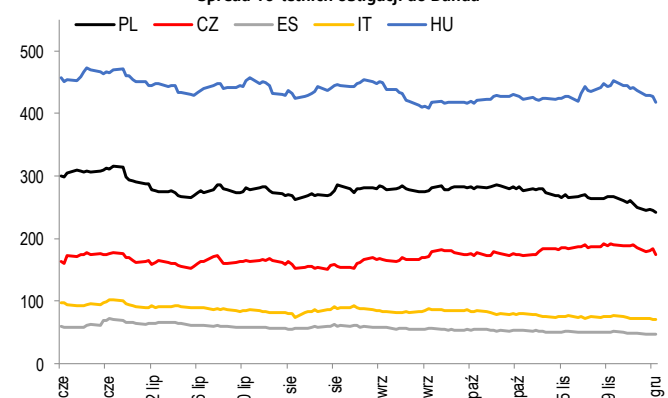
Rentowności obligacji skarbowych



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	0,3
09:00	CZ	PKB SA	III kw.	% r/r	2,7	-	2,8	2,6
10:00	PL	Inflacja	XI	% r/r	2,6	2,6	2,4	2,8
14:00	DE	Inflacja HICP	XI	% m/m	-0,5	-	-0,5	0,3
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	49,1	48,8
09:55	DE	PMI przemysł	XI	pkt	48,4	-	48,2	49,6
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	49,7	-	49,6	50,0
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	3,7	3,7	3,8	3,3
16:00	US	ISM przemysł	XI	pkt	49,0	-	48,2	48,7
WTOREK (2 grudnia)								
08:30	HU	PKB	III kw.	% r/r	0,6	-	0,6	0,1
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	XI	% r/r	2,1	-	2,2	2,1
11:00	PL	Produkcja usług	IX	% r/r	-	6,0	8,0	4,9
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	X	%	6,3	-	6,4	6,4
ŚRODA (3 grudnia)								
	PL	Decyzja RPP	XII	%	4,00	4,00	4,00	4,25
02:45	CN	PMI usługi	XI	pkt	52,1	-	52,1	52,6
09:55	DE	PMI usługi	XI	pkt	52,7	-	53,1	54,6
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	53,1	-	53,6	53,0
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	10	-	-32	47
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	IX	% m/m	0,1	-	0,1	-0,3
16:00	US	ISM usługi	XI	pkt	52,0	-	52,6	52,4
CZWARTEK (4 grudnia)								
09:00	CZ	Inflacja	XI	% r/r	2,5	-	2,1	2,5
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,2	-	0,0	0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	220	-	191	218
PIĄTEK (5 grudnia)								
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-0,5	-	1,5	2,0
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	-4,2	-		-1,5
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