

Tygodnik ekonomiczny

Co stało za niską inflacją?

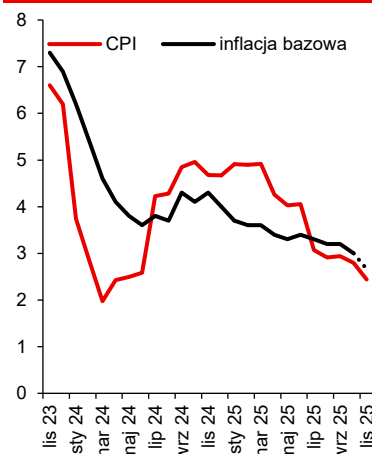
Co w gospodarce:

- Po ubogim w dane okresie, przyszły tydzień przyniesie spory zestaw nowych danych o polskiej gospodarce. W poniedziałek przed nami **pełne dane o listopadowej inflacji** (wg wstępnego odczytu: 2,4% r/r), które pozwolą dokładniej ocenić źródło obniżającej się trajektorii cen. NBP opublikuje natomiast wstępne dane październikowego bilansu płatniczego. Sezonowość danych sugeruje, że **możemy się spodziewać za ten miesiąc poprawy salda obrotów bieżących, które wg nas zamknie się deficytem ok. 0,1 mld zł**, choć konsensus rynkowy jest bardziej optymistyczny przewidując niewielką nadwyżkę. Naszym zdaniem spowolni dynamika eksportu do poziomu między 2 a 3% r/r, a import wzrośnie o ok. 5% r/r. Być może tego samego dnia poznamy też **dane MF o wykonaniu budżetu za okres styczeń-listopad**. Wielkimi krokami zbliża się koniec roku, w którym budżet musi się zmieścić w limicie 289 mld zł. Po październiku saldo wynosiło -227 mld zł i kolejny miesiąc może pogłębić ten wynik naszym zdaniem o 8-9 mld zł.
- We wtorek poznamy oficjalne wyciężenie NBP **inflacji bazowej w listopadzie, która naszym zdaniem (podobnie jak rynku) wyniesie 2,7% r/r**, co byłoby sporym spadkiem po 3,0% r/r miesiąc wcześniej. W środę ukażą się wyniki grudniowego badania koniunktury konsumenckiej GUS, która z uwagi na sezonowość, a także z powodu kolejnych incydentów dywersji na terenie Polski może się pogorszyć. Następnie w czwartek dowiemy się o listopadowych wynikach sektora przedsiębiorstw w obszarze płac, zatrudnienia, produkcji i jej cen. Pomimo wygasających naszych zdaniem spadków zatrudnienia, roczna **dynamika liczby etatów może się obniżyć z -0,8 do -0,9% r/r**. Spodziewamy się (tak samo jak konsensus rynkowy) dalszego **spadku dynamiki płac z 6,6% do 6,2% r/r**, choć ze względu na trudną sytuację finansową w górnictwie widzimy tu ryzyko w dół dla tej prognozy. **Produkcja przemysłowa może odnotować nieco gorszy wynik niż w październiku (2,7% zamiast 3,2% r/r)**, podobnie jak produkcja budowlano-montażowa (2,5% wobec 4,1% r/r), natomiast **ceny producentów będą w dalszym ciągu niższe niż rok temu, wg nas o 2,6%**.
- W USA napływać będą zaległe dane gospodarcze za październik i część nowych za listopad, w szczególności: we wtorek powinniśmy poznać raport o **zatrudnieniu pozarolniczym, stopie bezrobocia** i sprzedaży detalicznej, w czwartek **dane o inflacji**, a w piątek koniunkturę konsumencką indeksu Michigan. W strefie euro pojawiają się odczyty **produkcji przemysłowej** (poniedziałek), **PMI** (wtorek), **inflacji HICP** (środa), a w Niemczech – oprócz PMI – też koniunkturę na podstawie wskaźników **ZEW** (wtorek) i **Ifo** (środa).
- We wtorek decyzję o stopach procentowych podejmie węgierski MNB, prawdopodobnie utrzymując je bez zmian na 6,50%. W czwartek decyzję podejmą europejski EBC i czeski CNB, po których także rynek spodziewa się utrzymania stóp na niezmiennym poziomie (odpowiednio 2,15% i 3,50%), a dalszy spadek stóp możliwy jest w Banku Anglii. Tydzień zamknie decyzja japońskiego BoJ, który niewykluczone, że zaostrzy politykę pieniężną.
- Kto jeszcze tego nie zrobił – zachęcamy do zapoznania się z naszym **MAKROskopem pt. „Dojrzewanie cyklu”, w którym szczegółowo omawiamy stan polskiej gospodarki i perspektywy jej wzrostu w 2026 r.** Pełny raport do pobrania [tutaj](#).

Co na rynkach:

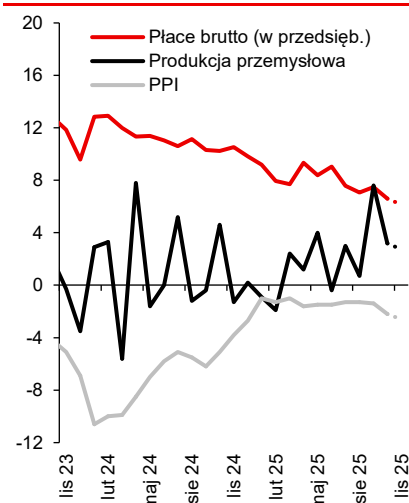
- Po dość niespodziewanym osłabieniu walut regionu CEE w poniedziałek, w kolejnym dniu nastąpiła korekta i reszta tygodnia przebiegła dość spokojnie. EURPLN wrócił do poziomu 4,23, schodząc czasami o pół gr niżej. Obniżka stóp Fed mocno zachwiała dolarem, co tylko pomogło lokalnym walutom w konsolidacji przy dotychczasowym kursie. Zważywszy na niewielką wrażliwość złotego na napływające dane z gospodarki, w **najbliższym tygodniu spodziewamy się kontynuacji EURPLN w trendzie bocznym**.
- Na rynku stopy miniony tydzień przyniosły wzrosty rentowności o 5-6pb przy obligacjach 2-letnich i o 10pb na dłuższym krańcu krzywej dochodowości, co wystromiło nieco krzywe. W podobnej skali wzrosty też wyceny stóp IRS i FRA. Na przestrzeni tygodnia poznaliśmy opinie kilku członków RPP, które niósł zbliżony do siebie przekaz: będą kolejne obniżki stóp, ale nie od razu po Nowym Roku – **Rada potrzebuje nowych danych i czasu na obserwację efektów dotychczasowego luzowania polityki**. Oceny te są więc zgodne z naszym aktualnym założeniem, że na wiosnę może dojść do dwóch kolejnych obniżek. Cały czas ważą się losy rozmów pokojowych ws. Ukrainy, co podtrzymuje symetryczne ryzyko odchylen w obie strony zarówno dla waluty jak i dla wyceny długu – dlatego wahania globalnych nastrojów będą naszym zdaniem nadal dominującym graczem.

Inflacja CPI i bazowa (z prognozą), % r/r



Źródło: GUS, Santander

Płace w sektorze przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa i indeks PPI (z prognozą), % 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

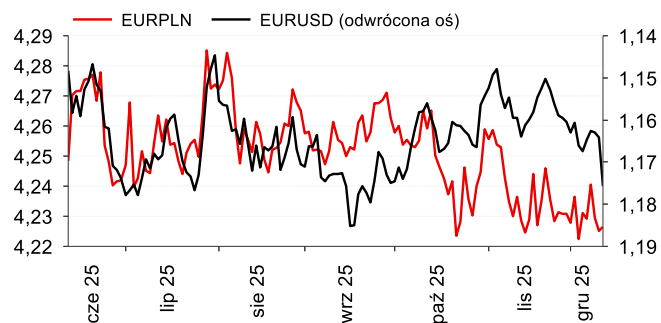
Bartosz Białas 517 881 807

Adrian Domitrz 571 664 004

Marcin Łuziński 510 027 662

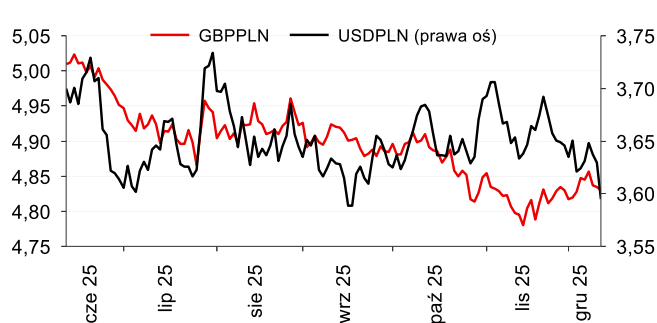
Grzegorz Ogonek 609 224 857

EURPLN i EURUSD



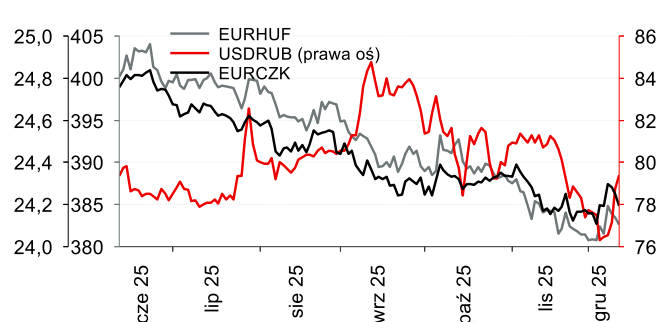
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

GBPPLN i USDPLN



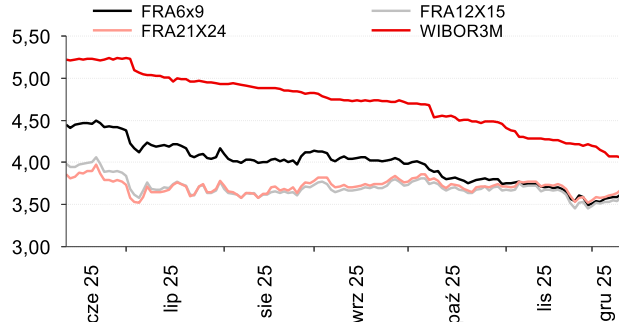
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK, EURHUF i USDRUB



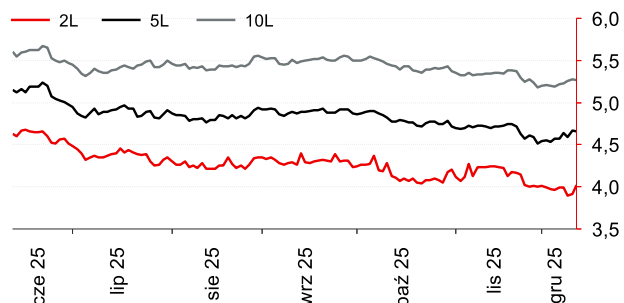
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

PLN FRA i WIBOR3M



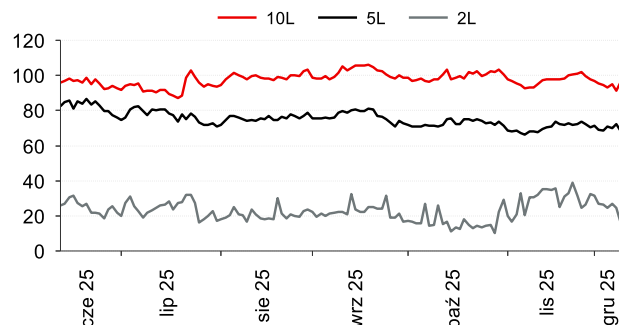
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji



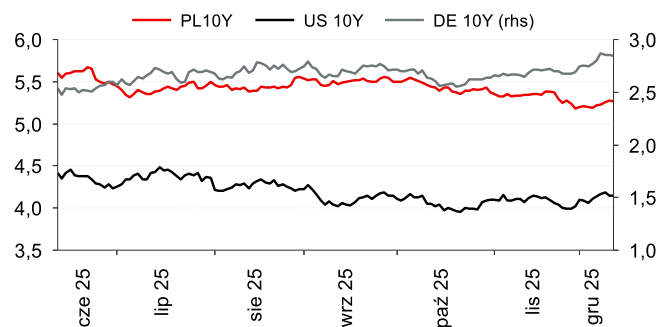
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap



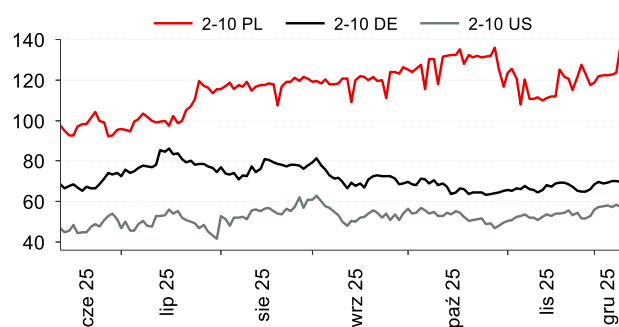
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności 10-letnich obligacji



Źródło: LSEG Datastream, Santander

Nachylenie krzywych dochodowości



Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (15 grudnia)						
	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	% m/m	1,7	-8,5
	US	Sprzedaż nowych domów	IX	% m/m	-11,4	20,5
	PL	Wynik budżetu skumulowany	XI	mln PLN	-	-233540
10:00	PL	Inflacja	XI	% r/r	2,4	2,4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,6	0,2
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	X	mln €	15	-122
14:00	PL	Bilans handlowy	X	mln €	-871	-1097
14:00	PL	Eksport	X	mln €	31636	33305
14:00	PL	Import	X	mln €	32507	35548
WTOREK (16 grudnia)						
09:30	DE	PMI przemysł	XII	pkt	48,5	48,2
09:30	DE	PMI usługi	XII	pkt	53,0	53,1
10:00	EZ	PMI przemysł	XII	pkt	49,8	49,6
10:00	EZ	PMI usługi	XII	pkt	53,2	53,6
11:00	DE	ZEW	XII	pkt	-80,0	-78,7
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	16.12.2025	%	6,50	6,50
14:00	PL	Inflacja bazowa	XI	% r/r	2,7	2,7
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XI	tys.	50,0	119,0
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,2	0,2
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	4,4	4,4
ŚRODA (17 grudnia)						
10:00	DE	Ifo	XII	pkt	88,3	88,1
11:00	EZ	HICP	XI	% r/r	2,2	2,2
CZWARTEK (18 grudnia)						
10:00	PL	Zatrudnienie	XI	% r/r	-0,9	-0,9
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	2,8	2,7
10:00	PL	Produkcja budowlana	XI	% r/r	2,5	2,5
10:00	PL	PPI	XI	% r/r	-2,5	-2,6
10:00	PL	Płace	XI	% r/r	6,2	6,2
14:15	EZ	Decyzja EBC	18.12.2025	%	2,15	2,15
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	220	236
14:30	US	Inflacja CPI	XI	% r/r	-	-
14:30	CZ	Decyzja banku centralnego	18.12.2025		3,50	3,50
PIĄTEK (19 grudnia)						
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	-	53,3
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	% m/m	1,2	1,2

Źródło: Santander, Reuters, Parkiet, Bloomberg

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