

Codziennik

Nadwyżka w handlu, deficyt w budżecie

Dziś inflacja bazowa za listopad, a za granicą dane z rynku pracy USA i PMI strefy euro

Inflacja CPI w listopadzie zrewidowana przez GUS z 2,4% r/r do 2,5% r/r

Saldo rachunku obrotów bieżących w październiku lepsze od oczekiwań

Deficyt budżetowy po listopadzie większy od oczekiwań

Nadal mocny złoty, rentowności obligacji bez istotnych zmian

Dzisiaj poznamy dane NBP o listopadowej inflacji bazowej, po których oczekujemy odczytu na poziomie 2,7% r/r. Za granicą pojawi się seria wstępnych odczytów PMI za grudzień. W USA napytywać będą zaległe dane gospodarcze za październik i część nowych za listopad, m.in. raport o zatrudnieniu pozarolniczym, stopie bezrobocia i sprzedaży detalicznej. Decyzję o stopach procentowych podejmie węgierski MNB, prawdopodobnie utrzymując je bez zmian na 6,50%.

Listopadowa inflacja CPI została zrewidowana w górę do 2,5% r/r z 2,4% r/r. Zmiana ta wynikała z lekkiego podniesienia szacunków inflacji bazowej, przy czym była to zmiana kosmetyczna i według naszych wyliczeń już wstępny odczyt był na granicy 2,4% i 2,5%. Inflacja cen usług obniżyła się do 5,3% r/r z 5,6% r/r, a towarów do 1,4% r/r z 1,7% r/r. Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych spadła z 3,4% r/r w październiku do 2,7% r/r w listopadzie, zgodnie z szybkim szacunkiem GUS z końca ubiegłego miesiąca. Podobnie jak w miesiąc wcześniej, zmiana poziomu cen żywności w listopadzie była nietypowo niska (0,1%, podczas gdy w poprzednich 10 latach wynosiła średnio 0,6%). Wynikało to między innymi ze spadku cen mięsa, olejów i tłuszczu (szczególnie masła) oraz niskiej inflacji cen owoców. Naszym zdaniem inflacja CPI może minimalnie wzrosnąć w grudniu, co wesprze RPP w decyzji o pozostaniu w trybie „wait-and-see”, po czym spadnie w kierunku 2% w pierwszej połowie 2026 r., co da Radzie impuls do obniżenia stóp do 3,50%. Więcej w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).

W październiku saldo na rachunku bieżącym zanotowało pokąsną nadwyżkę wynoszącą 1,9 mld euro, w porównaniu z -0,7 mld euro we wrześniu. Zakładaliśmy, że wynik w tym miesiącu będzie istotnie lepszy niż w poprzednim, jednak dane znacznie przebiły nasze i rynkowe prognozy (-0,1 i +0,1 mld euro, odpowiednio). Eksport w październiku wzrósł niewiele wolniej niż we wrześniu (5,4% vs 5,8% r/r), a import spowolnił z 7,3% do 2,4% r/r. W rezultacie saldo handlowe wyniosło +0,5 mld euro. NBP odnotował nadal silny eksport dóbr konsumpcyjnych, odzieży, obuwia i autobusów. Spadał natomiast import towarów konsumpcyjnych i produktów rolnych. Saldo usług odnotowało we wrześniu nadwyżkę w wysokości 3,2 mld euro (powyżej naszych oczekiwań), a saldo dochodów deficyt w wysokości 1,9 mld euro (nieco mniej od oczekiwań). Skumulowany 12-miesięczny deficyt na rachunku bieżącym zmniejszył się z 0,9% do 0,8% PKB, jednak spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach miara ta wróci do tendencji wzrostowej, m.in. za sprawą wyższego przyspieszenia importu w stosunku do eksportu.

Deficyt budżetowy po listopadzie wyniósł 245 mld zł, wyraźnie więcej od naszych oczekiwań (234 mld zł). W ujęciu porównywalnym do 2024 r. deficyt wyniósł ok. 158 mld zł wobec 142 mld zł w listopadzie 2024 r. W samym listopadzie deficyt przyrósł o prawie 18 mld zł i wynikał głównie z wyraźnie niższych dochodów podatkowych niż ожикивалиśmy, szczególnie z PIT. By uniknąć nowelizacji, do końca roku deficyt może wzrosnąć jeszcze maksymalnie o 44 mld zł (w grudniu 2024 r. deficyt wzrósł o 69 mld zł), co będzie wymagało sporych starań ze strony Ministerstwa Finansów, np. opóźnienia zwrotów VAT.

Wg Henryka Wnorowskiego oraz Ludwika Koteckiego RPP prawdopodobnie nie zmieni stóp procentowych na najbliższych dwóch posiedzeniach. Obaj członkowie Rady podkreślają, że dotychczasowe luzowanie pieniężne było dość istotne, a do kolejnych decyzji potrzeba nowej porcji danych i odrobiny czasu na obserwację zachowania gospodarki. W marcu dodatkowo nowe światło na perspektywę inflacji rzuci nowa projekcja NBP. Wnorowski bierze pod uwagę kilka obniżek stóp w 2026 r., choć nie głębszych łącznie niż 100 pb, co nadal brzmi bardziej goębno niż deklaracje Koteckiego o mocno ograniczonej przestrzeni do dalszych obniżek.

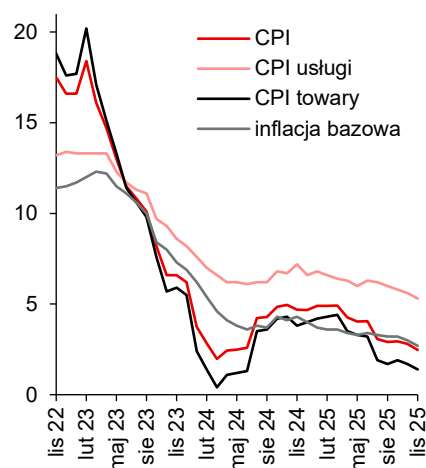
Prezydent Czech Petr Pavel powołał koalicyjny rząd premiera Andreja Babisza. Nowy gabinet tworzą ugrupowania: zwycięski w ostatnich wyborach ruch ANO Babisza, Wolność i Demokracja Bezpośrednia (SPD) oraz Zmotoryzowani.

Produkcja przemysłowa strefy euro w październiku zanotowała zgodny z rynkowym konsensem wzrost o 0,8% m/m, po 0,2% m/m miesiąc wcześniej. W ujęciu rocznym przekłada się to na wzrost o 2,0% wobec 1,2% r/r we wrześniu.

Polski złoty rozpoczął nowy tydzień mocniejszy niż przed weekendem. W poniedziałek rano kurs EURPLN zszedł poniżej 4,22, o 0,2% niż niż na koniec piątkowej sesji. W ciągu dnia złoty podlegał niewielkim odchyleniom od tego poziomu i EURPLN zakończył sesję przy 4,224. Węgierski forint i czeska korona były stabilne, z EURHUF równym 385 i EURCZK nieco pod 24,30. Dolar pozostał osłabiony po ostatniej obniżce stóp, z EURUSD na ok. 1,174.

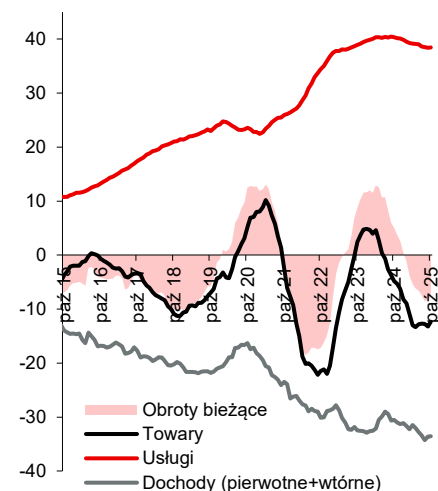
Rentowności polskich obligacji nie uległy wczoraj istotnym zmianom. Podobnie jak w przypadku stóp IRS i FRA, wahania były rzędu 1pb. Na rynkach bazowych obserwowaliśmy nieznaczne spadki rentowności o 1-2pb.

Inflacja CPI, % r/r, główne kategorie



Źródło: GUS, Santander

12-miesięczna suma salda obrotów bieżących (mld euro)



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 Luźniński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4,2192	CZKPLN	0,1734
USDPLN	3,5919	HUFPLN*	1,0960
EURUSD	1,1746	RONPLN	0,8294
CHFPLN	4,5067	NOKPLN	0,3537
GBPPLN	4,8003	DKKPLN	0,5645
USDCNY	7,0427	SEKPLN	0,3863

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

15.12.2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2148	4,2243	4,2212	4,2152	4,2192
USDPLN	3,5835	3,6004	3,5972	3,5859	3,5928
EURUSD	1,1724	1,1768	1,1733	1,1755	-

Rynek stopy procentowej

15.12.2025

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
DS0727 (2L)	3,92	-11
PS0730 (5L)	4,64	-5
DS1035 (10L)	5,32	2

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	3,78	0	3,74	-1	2,21	-1
2L	3,74	0	3,60	-2	2,29	0
3L	3,78	0	3,61	-2	2,40	-1
4L	3,86	0	3,63	-1	2,49	-1
5L	3,93	-1	3,69	-1	2,58	-1
8L	4,17	0	3,90	0	2,79	-1
10L	4,34	0	4,02	0	2,90	-1

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	3,98	-3
T/N	4,07	0
SW	4,08	1
1M	4,13	3
3M	4,04	-2
6M	3,93	0
1Y	3,90	0

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	3,94	-6
3x6	3,73	0
6x9	3,59	0
9x12	3,56	0
3x9	3,68	0
6x12	3,60	-1

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

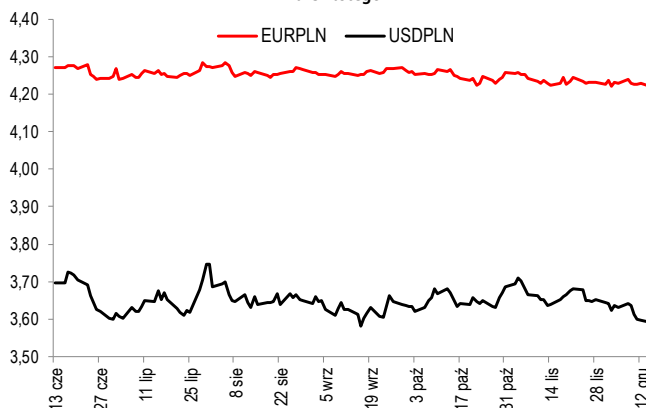
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	60	0	247	3
Francja	14	0	71	-1
Węgry	112	0	421	2
Hiszpania	19	0	45	0
Włochy	12	0	68	-2
Portugalia	9	0	31	0
Irlandia	9	0	20	1
Niemcy	5	0	-	-

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

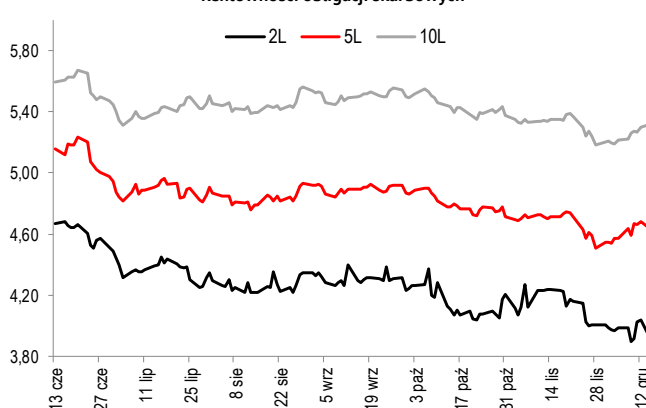
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

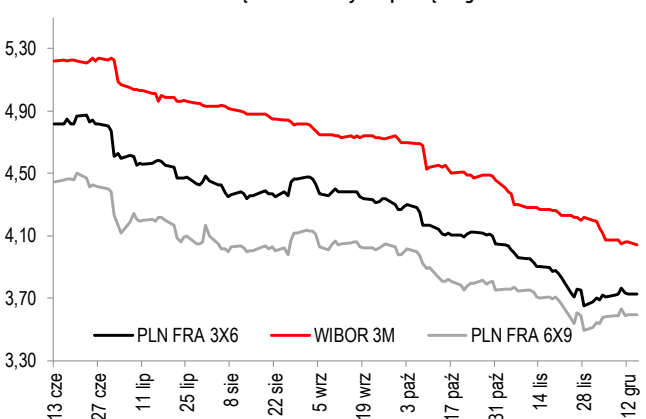
Kurs złotego



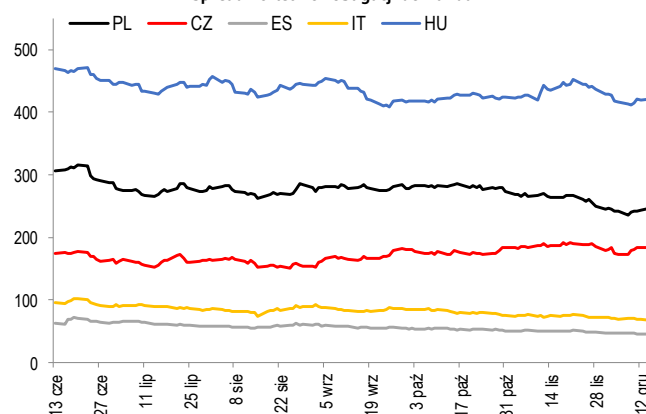
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (12 grudnia)							
08:00	DE	Inflacja HICP	XI	% m/m	-0,5	-0,5	-0,5
PONIEDZIAŁEK (15 grudnia)							
	PL	Wynik budżetu skumulowany	XI	mld PLN	-	-236	-245
10:00	PL	Inflacja	XI	% r/r	2,4	2,4	2,4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,8	-	0,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	X	mln €	130	-122	1924
14:00	PL	Bilans handlowy	X	mln €	-876	-1097	553
14:00	PL	Eksport	X	mln €	31667	31500	32361
14:00	PL	Import	X	mln €	32597	32597	31808
WTOREK (16 grudnia)							
09:30	DE	PMI przemysł	XII	pkt	48,6	-	48,2
09:30	DE	PMI usługi	XII	pkt	53,0	-	53,1
10:00	EZ	PMI przemysł	XII	pkt	49,9	-	49,6
10:00	EZ	PMI usługi	XII	pkt	53,3	-	53,6
11:00	DE	ZEW	XII	pkt	-79,8	-	-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	3,0
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XI	tys.	50,0	-	119,0
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,1	-	0,2
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	4,5	-	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	-0,8
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	2,8	2,7	3,2
10:00	PL	Produkcja budowlana	XI	% r/r	2,5	2,5	4,1
10:00	PL	PPI	XI	% r/r	-2,5	-2,6	-2,2
10:00	PL	Płace	XI	% r/r	6,2	6,2	6,6
14:15	EZ	Decyzja EBC	18.12.2025	%	2,15	-	2,15
14:30	US	Inflacja CPI	XI	% r/r	-	-	3,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	13.12.2025	tys.	220	-	236
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

* 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