

Codziennik

RPP przedłuża pauzę w obniżkach stóp

Dziś decyzje EBC i CNB ws. stóp procentowych, konferencja prezesa NBP
RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami
Polski złoty się umocnił, a wyceny rynkowych stóp skorygowały się w górę

Dzisiaj odbędzie się konferencja prezesa NBP Adama Glapińskiego z komentarzem do wczorajszej decyzji Rady Polityki Pieniężnej. Poza tym przed nami dane zza granicy: inflacja w Czechach i sprzedaż detaliczna w strefie euro. Decyzję o stopach procentowych podejmą banki centralne strefy euro i Czech – w obu przypadkach rynek spodziewa się utrzymania stóp na niezmiennym poziomie. W USA ukażą się cotygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych. Podane rano dane o zamówieniach przemysłowych w Niemczech okazały się znacznie lepsze od prognoz, rosnąc o prawie 8% m/m.

RPP po raz drugi z rzędu utrzymała stopy procentowe bez zmian. Decyzja ta była zgodna z konsensem rynkowym, choć w ostatnich dniach wzrosła liczba analityków i uczestników rynku prognozujących obniżkę stóp w tym miesiącu. Jak już wcześniej argumentowaliśmy, widzieliśmy bardzo niewiele przesłanek przemawiających za obniżką stóp w lutym, ponieważ od poprzedniego posiedzenia RPP nie pojawiły się żadne nowe informacje o inflacji (na początku roku jak zwykle nie ma publikacji wstępnych danych o CPI), a dane dotyczące realnej gospodarki były zaskakująco dobre (produkcja, płace, PKB). Oficjalny komunikat po posiedzeniu RPP wydaje się umniejszać znaczenie zaskakująco wysokiego wzrostu płac w grudniu i sugeruje, że najnowsze informacje zwiastują możliwy spadek inflacji CPI w I kw. 2026 r., a także jej pozostanie w granicach celu NBP w kolejnych kwartałach. Brzmi to jak sygnał, że nadal istnieje przestrzeń do tagodzenia polityki pieniężnej. W efekcie, podtrzymujemy pogląd, że kolejna obniżka stóp o 25 pb jest bardzo prawdopodobna w marcu – po tym, jak RPP odnotuje spadek wskaźnika CPI w styczniu, zapewne poniżej 2% r/r, i zapozna się z wynikami nowej projekcji NBP. Następnie przewidujemy kolejną obniżkę w maju do 3,5% i w kolejnych miesiącach stabilizację stopy referencyjnej na tym poziomie.

Agencja Fitch spodziewa się w tym roku co najwyżej jednego cięcia stóp NBP o 25pb. Ekspert agencji, Milan Trajkovic, przy okazji prezentacji raportu „2026 Global Macroeconomic Outlook” zwrócił uwagę na pogarszające się finanse publiczne Polski, w tym wysoki prognozowany deficyt *general government* (tj. mierzony zgodnie z metodyką UE) w 2026 r. rzędu 7%, z perspektywą tylko niewielkiego spadku w kolejnych latach. Z drugiej strony podkreślił on, że polska gospodarka rozwija się w dobrym tempie, zgodnym z wcześniejszymi oczekiwaniami, co na ten moment równoważy ryzyka fiskalne. Dodął też, że obniżenie ratingu po nadaniu negatywnej perspektywy nie występuje automatycznie i zwykle nie wcześniej niż po 1-2 latach i mogłoby to nastąpić, „gdyby rząd nie wdrożył dodatkowych środków konsolidacyjnych, w przypadku spowolnienia wzrostu gospodarczego lub gwałtownego wzrostu kosztów obsługi długu”.

Minister resortu funduszy i polityki regionalnej Katarzyna Petczyńska-Natęcz stwierdziła na antenie PR1, że nie uda się zainwestować 100% środków z KPO z powodu opóźnionego rozpoczęcia tego programu w Polsce. Całkowita kwota, o której mowa to 54,7 mld €, w tym 25,3 mld € dotacji i 29,4 mld € preferencyjnych pożyczek. Dotychczas udało się wykorzystać – wg naszych szacunków – ok. 1/3 dotacji z KPO, dlatego zakładamy przyspieszenie realizacji środków w tym roku, co powinno dać silny impuls inwestycyjny w gospodarce. Jeśli niewykorzystanie ww. środków będzie istotne, to może wpłynąć na wolniejszy od oczekiwań wzrost PKB w br.

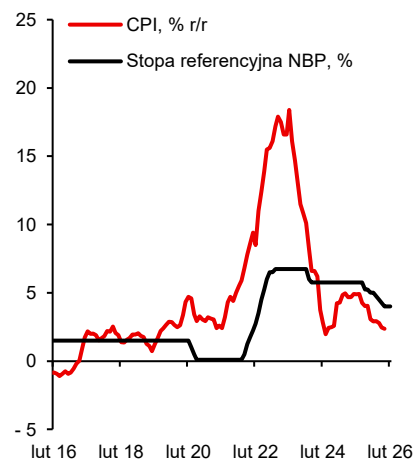
Ostateczny styczniowy odczyt usługowego PMI Niemiec okazał się słabszy, niż wstępnie szacowano (52,4 pkt w miejsce 53,3), w wyniku czego był też gorszy niż odczyt z grudnia (52,7 pkt). W całej strefie euro analogiczny wskaźnik wyniósł 51,6, tj. też mniej niż dane wstępne (51,9 pkt), po 52,4 pkt miesiąc wcześniej. **Usługowy wskaźnik ISM w USA** wyniósł w styczniu 53,8 pkt, tj. tyle samo co miesiąc wcześniej (po korekcie w dół), podczas gdy rynek spodziewał się spadku do 53,5 pkt. Z kolei **według raportu ADP zatrudnienie w sektorze prywatnym w USA wzrosło w styczniu o 22 tys. etatów**, czyli słabiej od oczekiwań (45 tys.) i po wzroście o 37 tys. miesiąc wcześniej.

Inflacja w strefie euro okazała się zgodna z oczekiwaniami i obniżyła się z 2,0% r/r w grudniu do 1,7% r/r w styczniu. Odczyt spójny z konsensem rynkowym sugeruje, że wprowadzone zmiany metodologiczne (zmiana i rozszerzenie klasyfikacji badanych towarów i usług) nie wpłynęły istotnie na pomiar inflacji na szczeblu strefy euro. Ceny nadal najsilniej, choć minimalnie wolniej niż poprzednio, rosną w usługach (3,2% r/r wobec 3,4% miesiąc wcześniej), a za sprawą efektu bazy ponownie wyraźnie spadła dynamika cen energii (-4,1% r/r po -1,9% r/r w grudniu). Ceny żywności wzrosły o 2,7% r/r (w górę o 0,2 pkt proc.), a ceny pozostałych dóbr przemysłowych pozostały względnie stabilne (0,4% r/r, po 0,3% r/r w grudniu).

W pierwszej połowie wczorajszej sesji polski złoty był stabilny, a po decyzji RPP umocnił się o 0,2%. Część inwestorów najwidoczniej obstawiała spadek stóp procentowych, stąd brak zmian stopy referencyjnej wsparł kurs polską walutę, a EURPLN osunął się do 4,215. Węgierski forint wczoraj lekko się umocnił, sprowadzając kurs EURHUF do 380,0, a czeska korona nieznacznie osłabiła się, po czym EURCZK wszedł na poziom 24,37.

Na rynku długu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, miała miejsce lekka korekta, w szczególności rynkowych stóp procentowych. Rentowności polskich obligacji wzrosły o 1-2pb, z kolei stopy IRS wzrosły o 4-5pb, a FRA o 5-6pb. Na rynkach bazowych rentowności obligacji niemieckich spadły o 2-3pb.

Inflacja a stopa referencyjna NBP



Źródło: GUS, 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	4,2172	CZKPLN	0,1721
USDPLN	3,5732	HUFPLN*	1,0977
EURUSD	1,1801	RONPLN	0,8283
CHFPLN	4,5236	NOKPLN	0,3695
GBPPLN	4,8928	DKKPLN	0,5625
USDCNY	6,9392	SEKPLN	0,3996

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

04.02.2026

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2123	4,2270	4,2232	4,2158	4,2241
USDPLN	3,5642	3,5794	3,5694	3,5716	3,5755
EURUSD	1,1789	1,1838	1,1833	1,1802	-

Rynek stopy procentowej

04.02.2026

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
OK0128 (2L)	3,53	-11
PS0131 (5L)	4,42	1
DS1035 (10L)	5,11	1

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	3,58	4	3,76	-1	2,18	-1
2L	3,57	4	3,66	-1	2,24	-2
3L	3,62	4	3,69	-1	2,34	-1
4L	3,71	4	3,75	0	2,43	-3
5L	3,79	4	3,82	0	2,52	-3
8L	4,06	3	4,04	1	2,75	-3
10L	4,23	3	4,15	1	2,88	-1

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	3,97	1
SW	4,03	-1
1M	4,04	1
3M	3,89	0
6M	3,78	0

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	3,82	9
3x6	3,49	4
6x9	3,38	4
9x12	3,37	5
3x9	3,50	8
6x12	3,39	4

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

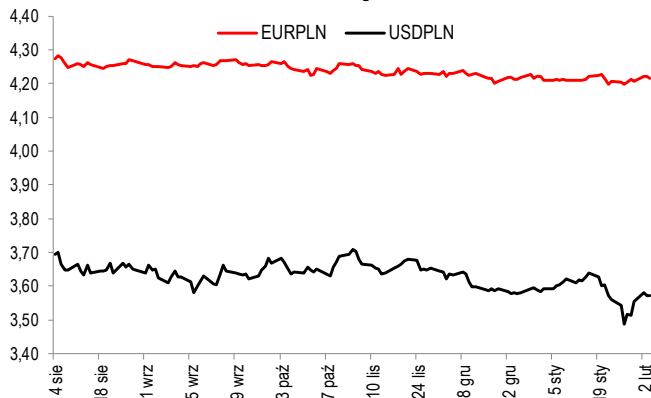
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	56	0	224	4
Francja	12	0	59	1
Węgry	98	0	366	-1
Hiszpania	17	0	37	0
Włochy	11	0	62	0
Portugalia	9	0	36	0
Irlandia	9	0	9	0
Niemcy	4	0	-	-

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

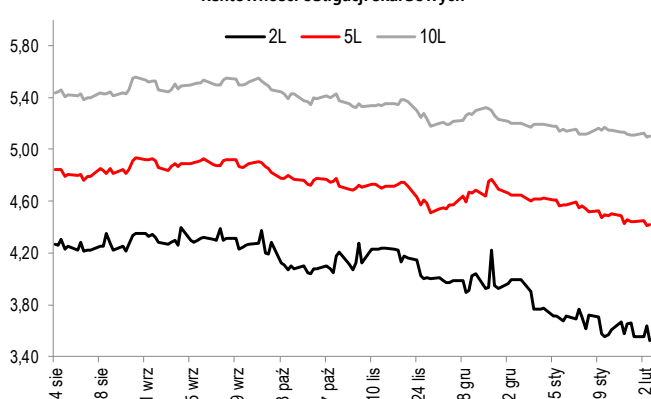
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

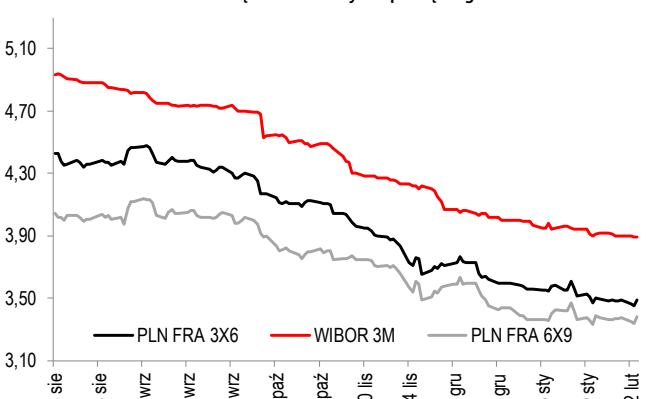
Kurs złotego



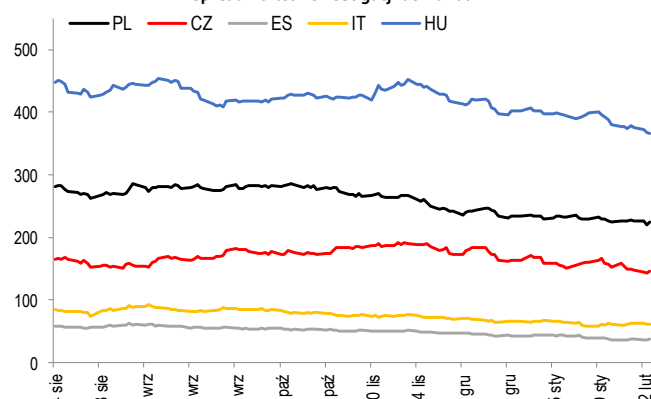
Rentowności obligacji skarbowych



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 (30 stycznia)							
08:30	HU	PKB	IV kw.	% r/r	0,8	0,7	0,6
09:00	CZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	2,5	2,4	2,8
10:00	PL	PKB	2025	% r/r	3,5	3,6	2,9
10:00	DE	PKB WDA	IV kw.	% r/r	0,3	0,4	0,3
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	1,3	1,3	1,4
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	XII	%	6,3	6,2	6,3
14:00	DE	Inflacja HICP	I	% m/m	-0,2	-0,1	0,2
PONIEDZIAŁEK (2 lutego)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	0,1	-	-0,5
09:00	PL	PMI przemysł	I	pkt	49,1	48,9	48,5
09:55	DE	PMI przemysł	I	pkt	48,7	49,1	47,0
10:00	EZ	PMI przemysł	I	pkt	49,4	49,5	48,8
16:00	US	ISM przemysł	I	pkt	48,5	52,6	47,9
WTOREK (3 lutego)							
brak publikacji							
ŚRODA (4 lutego)							
	PL	Decyzja RPP		%	4,00	4,00	4,00
02:45	CN	PMI usługi	I	pkt	51,9	52,3	52,0
09:55	DE	PMI usługi	I	pkt	53,3	52,4	52,7
10:00	EZ	PMI usługi	I	pkt	51,9	51,6	52,4
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	I	% r/r	1,7	1,7	2,0
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	45	22	37
16:00	US	ISM usługi	I	pkt	53,5	53,8	53,8
CZWARTEK (5 lutego)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	-2,5	7,8	5,6
09:00	CZ	Inflacja	I	% r/r	1,6	-	2,1
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-0,1	-	0,2
14:15	EZ	Decyzja EBC	05.02.2026	%	2,15	-	2,15
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	31.01.2026	tys.	215	-	209,0
14:30	CZ	Decyzja banku centralnego	05.02.2026		3,50	-	3,50
PIĄTEK (6 lutego)							
08:00	DE	Eksport	XII	% m/m	1,3	-	-2,5
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	-0,3	-	0,8
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	-1,1	-	-5,4
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	-5,2	-	-0,3
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	I	tys.	65,0	-	50,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	4,4	-	4,4
16:00	US	Indeks Michiqan	II	pkt	55,0	-	56,4

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