

Codziennik

Kolejna obniżka stóp NBP możliwa w marcu

Dziś dane o produkcji przemysłowej Węgier i Czech, a także wskaźnik Michigan z USA
Zdaniem Adama Glapińskiego kolejna obniżka stóp procentowych może nastąpić w marcu
Polski złoty i rynkowe stopy procentowe stabilne

Dzisiaj opublikowane będą dane o produkcji przemysłowej Węgier i Czech. Poznamy też wstępny lutowy odczyt wskaźnika Michigan mierzącego koniunkturę konsumencką w USA. Zapowiadane wcześniej dane o zatrudnieniu i bezrobociu w USA opublikowane będą z opóźnieniem – w środę przyszłego tygodnia – ze względu na niedawny kilkudniowy przestój prac administracji amerykańskiej. Podane rano dane o eksporcie w Niemczech okazały się lepsze od prognoz, a produkcja przemysłowa spadła znacznie bardziej niż oczekiwano.

Konferencja prezesa NBP w naszej ocenie nie miała gotłębkiego wydźwięku. Adam Glapiński wyjaśnił, że decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian w lutym była uzasadniona tym, iż od poprzedniego posiedzenia nie pojawiły się żadne nowe informacje dotyczące inflacji, natomiast dane o realnej aktywności gospodarczej były dość mocne – co w pełni wpisuje się w argumentację jaką przedstawialiśmy, przewidując brak obniżki na tym posiedzeniu. Co ciekawe, z jego wypowiedzi wynika, że na posiedzeniu RPP, które odbyło się w tym tygodniu, nie było jednomyślności, a więc prawdopodobnie część członków opowiadała się za kontynuacją łagodzenia polityki pieniężnej. **Glapiński dość wyraźnie zasygnalizował, że kolejna obniżka stóp jest możliwa w marcu**, po publikacji wstępnych danych o inflacji CPI za styczeń, „chyba że nowa projekcja NBP pokaże coś niepokojącego”. Jednocześnie jego komentarze dotyczące docelowego poziomu stopy NBP były raczej ostrożne – stwierdził, że obniżka do 3,5% jest możliwa, ale nie przesądzona, i w żadnym momencie nie sugerował, że stopy mogłyby spaść wyraźnie poniżej tego poziomu. Zamiast tego podkreślał, że wszystkie banki centralne działają obecnie w sposób ostrożny, a NBP chce prowadzić politykę zachowawczą i konserwatywną, zgodnie z rekomendacjami MFW. Tak nakreślony przez niego scenariusz opiera się na założeniu, że inflacja w 2026 r. będzie kształtowała się „blisko 2,5%”, dlatego uważamy, że jeśli w najbliższych miesiącach CPI zaskakująco mocno spadnie, mogłoby to otworzyć drogę do bardziej agresywnego łagodzenia polityki pieniężnej. **Na razie podtrzymujemy jednak nasz pogląd, że w najbliższych miesiącach możliwe są jeszcze dwie obniżki stóp:** pierwsza w marcu, a kolejna w kwietniu lub maju, w zależności od napływających danych. W efekcie stopa NBP powinna zatrzymać się na poziomie 3,5%.

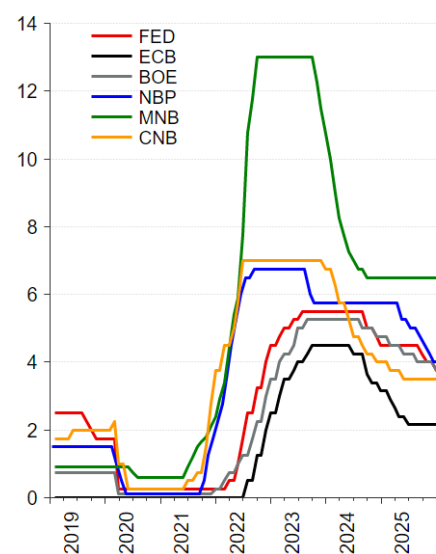
Wczoraj decyzje o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie podjęły banki centralne Czech, Anglii oraz strefy euro, w każdym przypadku zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami. Stopa procentowa CNB wynosi od maja ub.r. 3,50%, BoE stosunkowo niedawno – w grudniu 2025 r. – zatrzymał się ze stopą równą 3,75%, natomiast stopa refinansowa EBC od czerwca ub.r. wynosi 2,15%, a depozytowa 2,00%.

Tygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych w USA okazały się słabsze niż oczekiwano. Liczba wniosków zasiłkowych wyniosła 231 tys. wobec 209 tys. miesiąc wcześniej i oczekiwań na poziomie 212 tys. **Sprzedaż detaliczna w strefie euro także osiągnęła gorszy wynik od zakładanego przez rynek.** W grudniu spadła o 0,5% m/m po wzroście o 0,2% w listopadzie, co przekłada się na spowolnienie wzrostu z 2,4% do 1,3% r/r – konsensus rynkowy wynosił 1,7% r/r. Z kolei styczniowa **inflacja w Czechach obniżyła się z 2,1% do 1,6% r/r**, zgodnie z oczekiwaniami analityków.

EURPLN poruszał się wczoraj w wąskim przedziale między 4,215 a 4,225. Polski złoty był nieco słabszy przed konferencją prezesa NBP, a ponownie się umocnił po konferencji – całość wahań zamykała się jednak w niewielkim marginesie +/- 0,1%. Węgierski forint pozostawał stabilny w pierwszej części dnia, a po południu umocnił się o 0,4%, schodząc z EURHUF do poziomu ok. 378,2. Czeska korona po danych o inflacji umocniła się o 0,2%. W dalszej części dnia prezes CNB przedstawił rewizję w górę prognozy PKB Czech na 2026 r. (z 2,4% na 2,9% r/r), a także zapewnił o chęci prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej, co wpłynęło na podwyższenie oczekiwań względem stóp w kolejnych miesiącach. W rezultacie korona umocniła się o kolejne 0,2%, a EURCZK na koniec dnia zszedł poniżej 24,26. Dolar, mimo zmiennych nastrojów rynku po niekorzystnych danych, był względnie stabilny, a EURUSD wahał się od 1,178 do 1,820 – pod koniec europejskiej sesji wynosił ok. 1,18.

Korekta wycen rynkowych stóp nastąpiła w środę po decyzji RPP i wygląda na to, że konferencja prezesa NBP nie wpłynęła na żadne dalsze zmiany oczekiwań inwestorów. Stopy IRS i FRA nie zmieniły się, rentowności obligacji minimalnie zeszły o 1pb. Większe zmiany dotknęły papierów wartościowych USA – tamtejsze Treasuries wyraźnie się umocniły, a ich rentowności spadły o 6-8pb. Najwyraźniej gorsze od oczekiwań dane z rynku pracy (oprócz wzrostu wniosków o zasiłki także wyraźnie słabsze od oczekiwań dane o liczbie wakatów w USA) zwiększyły przekonanie inwestorów co do możliwości kolejnych obniżek stóp przez Fed. W przypadku obligacji niemieckich rentowności obniżyły się o 1-2pb.

Stopy procentowe wybranych banków centralnych (%)



Źródło: LSEG Datastream, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny)
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Biały 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Luźniński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4,2232	CZKPLN	0,1721
USDPLN	3,5813	HUFPLN*	1,1033
EURUSD	1,1791	RONPLN	0,8293
CHFPLN	4,5236	NOKPLN	0,3661
GBPPLN	4,8480	DKKPLN	0,5625
USDCNY	6,9391	SEKPLN	0,3963

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

05.02.2026

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2140	4,2228	4,2165	4,2186	4,2175
USDPLN	3,5702	3,5830	3,5765	3,5750	3,5799
EURUSD	1,1780	1,1821	1,1789	1,1800	-

Rynek stopy procentowej

05.02.2026

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
OK0128 (2L)	3,62	9
PS0131 (5L)	4,38	-4
DS1035 (10L)	5,10	0

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	3,58	0	3,67	-9	2,18	0
2L	3,57	0	3,56	-10	2,24	0
3L	3,63	0	3,59	-11	2,33	-1
4L	3,71	0	3,64	-11	2,43	0
5L	3,80	1	3,72	-11	2,51	-1
8L	4,06	0	3,94	-10	2,74	-1
10L	4,22	0	4,06	-9	2,85	-3

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	3,96	-1
SW	4,04	1
1M	4,00	-4
3M	3,90	1
6M	3,78	0

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	3,79	-3
3x6	3,49	1
6x9	3,38	0
9x12	3,37	0
3x9	3,48	-2
6x12	3,39	0

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

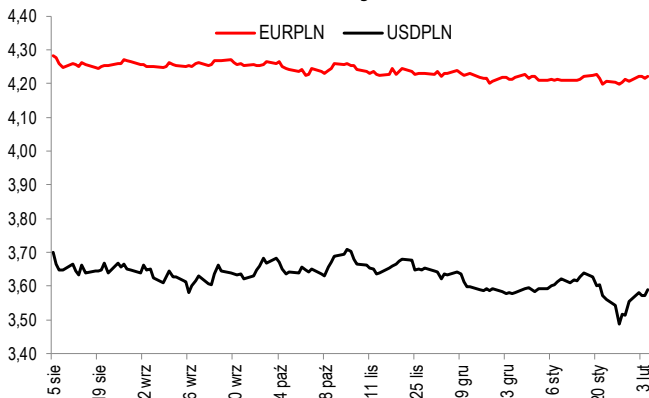
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	56	0	226	2
Francja	12	0	61	2
Węgry	98	0	370	4
Hiszpania	17	0	38	1
Włochy	11	0	64	2
Portugalia	9	0	37	1
Irlandia	9	0	9	1
Niemcy	4	0	-	-

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

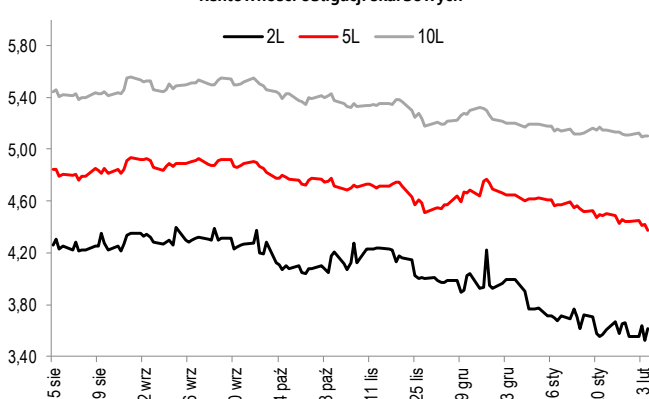
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

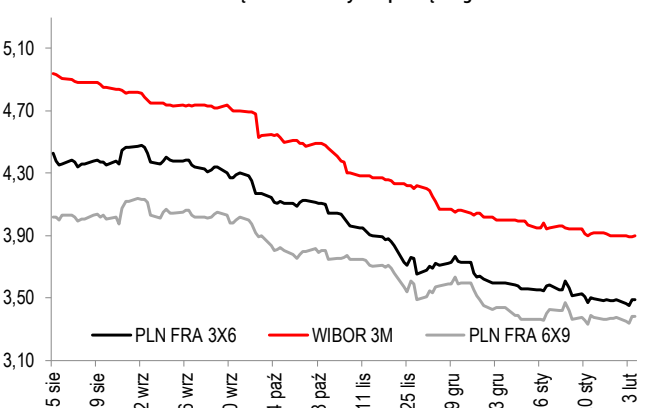
Kurs złotego



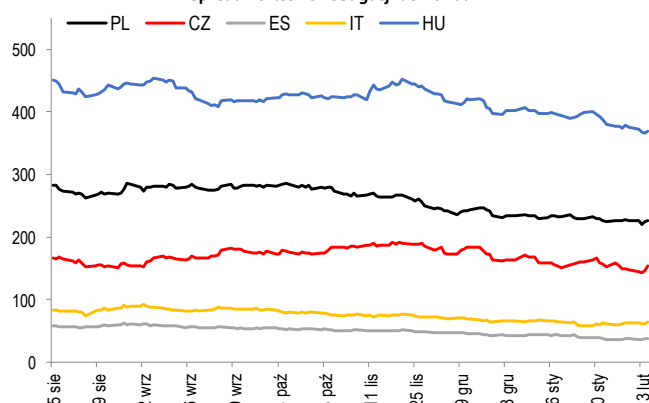
Rentowności obligacji skarbowych



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	1,6	2,1
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-0,2	-0,5	0,1
14:15	EZ	Decyzja EBC	05.02.2026	%	2,15	2,15	2,15
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	31.01.2026	tys.	212	231	209
14:30	CZ	Decyzja banku centralnego	05.02.2026		3,50	3,50	3,50
PIĄTEK (6 lutego)							
08:00	DE	Eksport	XII	% m/m	1,3	4,0	-2,5
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	-0,3	-1,9	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