

Codziennik

Rynki długu reagują na ryzyka inflacyjne

Dziś rozpoczyna się marcowe posiedzenie RPP

PKB w IV kw. 2025 r. urosł o 4,0% r/r, w tym konsumpcja prywatna o 4,2% r/r, a inwestycje o 4,7% r/r
PMI polskiego przemysłu zanotował niespodziewany dotek, a produkcja usług niespodziewany wzrost
Ostabilnienie walut CEE, rentowności obligacji w górę pod wpływem obaw o perspektywę inflacji

Dziś Rada Polityki Pieniężnej rozpoczyna swoje dwudniowe posiedzenie. Choć wydarzenia w Iranie zwiększyły prawdopodobieństwo utrzymania stóp procentowych bez zmian, w scenariuszu bazowym wciąż zakładamy, że RPP zdecyduje się na obniżkę o 25 pb. Przeważać o tym może spadek inflacji CPI w styczniu oraz nowa projekcja NBP, która najprawdopodobniej potwierdzi stabilizację inflacji w kolejnych kwartałach w pobliżu celu 2,5%. Węgrzech i w Czechach ukażą się dane o PKB za IV kw., a w strefie euro HICP za luty.

Ceny ropy naftowej wzrosły w poniedziałek w pobliżu 80\$ za baryłkę, o nieco ponad 10%, a ceny gazu ziemnego do ponad 45€ za MWh (o ok. 50%). Jak mocno wpłynie to na gospodarkę będzie zależało m.in. od tego jak trwały okaże się ten wzrost. Wpływ wzrostu cen paliw na CPI ma szansę ujawnić się dość szybko, a gazu ziemnego z większym opóźnieniem, jako że jest to rynek regulowany – zakładamy, że nie wcześniej niż w lipcu. Wg naszych obliczeń **scenariusz, w którym cena ropy naftowej utrzymuje się do końca br. w okolicach 80\$, a taryfa gazowa rośnie od lipca o 20% mógłby podnieść CPI o ok. 0,5 pkt proc. w pierwszej połowie roku, i ok. 1 pkt proc. w drugiej połowie.** Czym wyższe będą odchylenia cen surowców od dotychczasowych poziomów, tym istotniejsze mogą być tzw. efekty drugiej rundy, czyli niebezpośrednie mechanizmy transmisji podwyżek pomiędzy różnymi kategoriami produktów i usług, co będzie potęgowało ostateczny efekt na cenę.

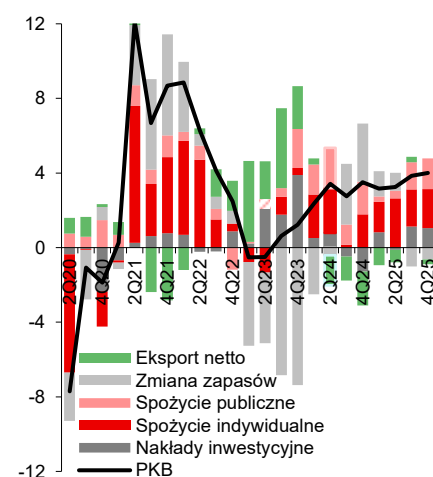
Wzrost PKB w IV kwartale 2025 r. wyniósł 4,0% r/r, a po korekcie sezonowej 1,0% kw/kw, potwierdzając wstępny szacunek GUS. Wzrost konsumpcji i inwestycji przekroczył 4% r/r. W I kwartale 2026 r. dynamika wzrostu może lekko przyhamować pod wpływem mroźnej zimy, która przygasiła aktywność ekonomiczną w styczniu i zapewne w lutym, ale w kolejnych kwartałach wciąż spodziewamy się ożywienia, w efekcie czego w całym roku wzrost PKB powinien utrzymać się blisko 4%, czyniąc z Polski lidera wzrostu w UE. Nowym czynnikiem ryzyka dla scenariusza gospodarczego jest konflikt na Bliskim Wschodzie, który generuje ryzyko wzrostu inflacji i spowolnienia wzrostu gospodarczego. Jednak na tym etapie jest zbyt wcześnie, aby ocenić, jak silny może być jego wpływ. W tej chwili pozostawiamy naszą prognozę PKB na 2026 r. bez zmian na poziomie 3,9%. Więcej w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).

W lutym wskaźnik PMI dla przemysłu niespodziewanie spadł do 47,1 pkt z 48,8 pkt w styczniu, podczas gdy prognozy wskazywały na wzrost do 49,6 pkt. Zakładaliśmy, że poprawa w przemyśle strefy euro, a w szczególności w Niemczech, doprowadziła do podobnego ruchu w Polsce. Raport PMI dla polskiego przemysłu wskazuje na gwałtowny spadek nowych zamówień i szybsze tempo redukcji zatrudnienia. To głównie krajowy komponent nowych zamówień doprowadził do silnego spadku jego całkowitej miary. W konsekwencji, aktywność zakupowa również została ograniczona. Tym, co mogło również osłabić popyt na środki produkcji, był odnotowany znaczny wzrost ich cen – indeks kosztów środków produkcji osiągnął najwyższy poziom od stycznia 2023 r. Raport wspomina również o tagodnej korekcie w dół w bieżącej produkcji i aktywności oczekiwanej w ciągu najbliższych 12 miesięcy, a także o spadku zapasów zakupów do najniższego poziomu od pięciu miesięcy. Taka mieszanka czynników utrudnia ocenę, czy polski przemysł odnotował jedynie słabszy okres na początku 2026 roku, czy też spadek PMI ujawnił bardziej fundamentalny problem. Uważamy, że to pierwsze jest bardziej prawdopodobne, zważywszy na odbicie wskaźników PMI w strefie euro oraz rosnący popyt wynikający m.in. z wysokich wydatków na obronę i napływających środków unijnych.

Produkcja usług w Polsce zwiększyła się w grudniu o 10,4% r/r wobec 5,8% r/r w listopadzie, co przekłada się na wzrost w skali całego IV kw. o 7,3% r/r wobec 6,2% r/r kwartał wcześniej. Grudniowe dane są zaskakująco mocne – po odsezonowaniu produkcja była o 5,7% wyższa niż miesiąc wcześniej, podczas gdy w poprzednich sześciu miesiącach wzrost m/m był tylko nieznacznie dodatni. Przyspieszenie wzrostu zanotowano we wszystkich badanych sektorach, choć szczególnie silne, częściowo za sprawą efektów bazy, było w usługach rynku nieruchomości (do 31,8% z 17,1% r/r). Ponadto silny wkład do łącznej dynamiki produkcji miał wynik odnotowany w usługach IT (11,8% po 6,5% r/r w listopadzie) i w transporcie (6,2% po 1,9% r/r miesiąc wcześniej). Wyższa dynamika produkcji usług w IV kw. znalazła odzwierciedlenie w dynamice wartości dodanej za ten okres (wg naszych obliczeń w przypadku usług rynkowych wzrosła do 4,5% r/r z 3,5% r/r w III kw.).

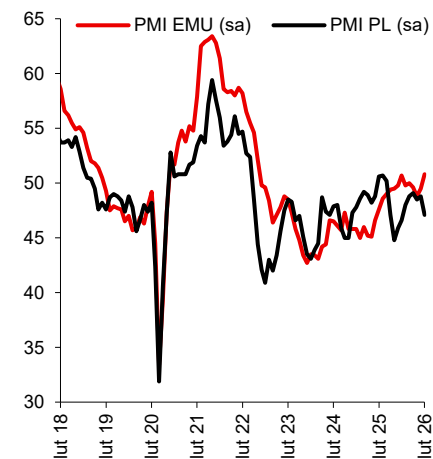
Waluty regionu CEE ostabiły się w wyniku wzrostu awersji do ryzyka, choć każda w różnym stopniu. Najbardziej, o ok. 0,8% wobec euro ostabił się forint. Mimo to, EURHUF zaledwie wrócił w okolice 380,0, tj. do poziomu obserwowanego przed niespodziewanym umocnieniem forinta w połowie ub. tyg. EURPLN poszedł o 0,4% w górę, z punktem oporu na 4,24 (który został przetamany dziś rano), co sprawiło, że znalazł się na poziomie niewidzianym od początku grudnia. EURCZK podszedł nieznacznie o 0,2%, pod 24,29. Dolar pod koniec sesji był o 0,8% silniejszy niż w piątek, z EURUSD na poziomie 1,172 (dziś rano już poniżej 1,17). **Rentowności krajowych obligacji wzrosły o 8-9pb**, podążając za rynkami bazowymi, gdzie odnotowano wzrosty o 6-8pb w przypadku obligacji niemieckich, i o 9-10pb w przypadku amerykańskich UST. Obawy o wzrost inflacji przekładają się na spadek wiary w obniżki stóp przez NBP, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście stóp IRS o 6-8pb, i FRA o 6-10pb. W najbliższych dniach kluczowy dla rynku stopy będzie wynik posiedzenia RPP.

Wzrost PKB i jego składowe, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Przemysłowy PMI w Polsce i strefie euro (pkt)



Źródło: S&P Global, Santander Bank Polska

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	4,2418	CZKPLN	0,1740
USDPLN	3,6364	HUFPLN*	1,1132
EURUSD	1,1665	RONPLN	0,8325
CHFPLN	4,6539	NOKPLN	0,3788
GBPPLN	4,8569	DKKPLN	0,5648
USDCNY	6,8927	SEKPLN	0,3954

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

02.03.2026

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2240	4,2442	4,2247	4,2404	4,2304
USDPLN	3,5898	3,6338	3,5899	3,6275	3,6056
EURUSD	1,1671	1,1766	1,1765	1,1689	-

Rynek stopy procentowej

02.03.2026

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
OK0128 (2L)	3,69	10
PS0131 (5L)	4,41	16
DS1035 (10L)	5,07	11

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	3,66	8	3,75	5	2,19	4
2L	3,64	9	3,56	8	2,24	9
3L	3,68	9	3,52	9	2,30	9
4L	3,76	9	3,54	9	2,37	9
5L	3,83	9	3,60	10	2,43	9
8L	4,07	9	3,79	10	2,62	7
10L	4,23	8	3,90	8	2,73	6

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	3,94	-13
SW	4,01	-1
1M	3,92	2
3M	3,81	1
6M	3,70	-1

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	3,78	7
3x6	3,63	8
6x9	3,50	11
9x12	3,49	12
3x9	3,58	8
6x12	3,52	11

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

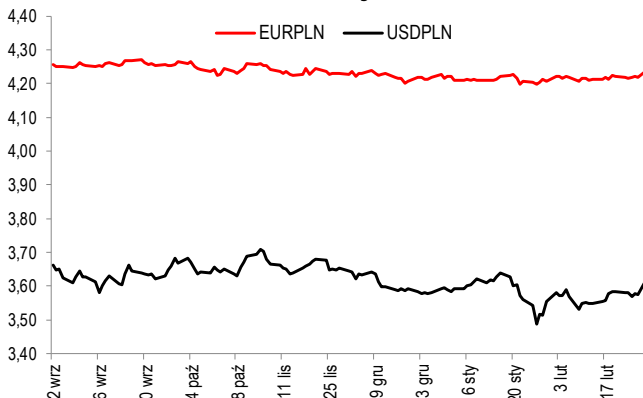
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	55	0	236	5
Francja	12	0	59	2
Węgry	94	0	389	8
Hiszpania	16	0	43	1
Włochy	10	0	65	2
Portugalia	8	0	37	1
Irlandia	8	0	28	1
Niemcy	4	0	-	-

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

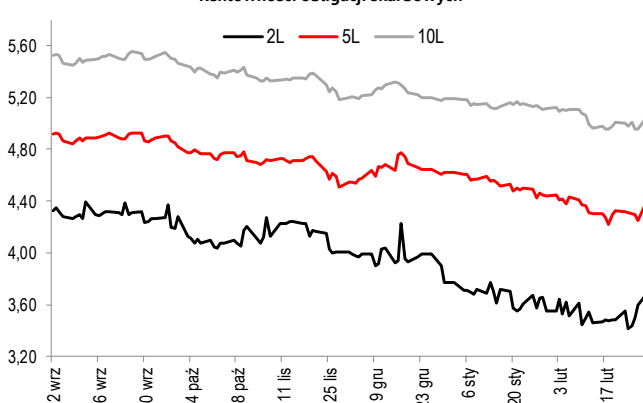
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

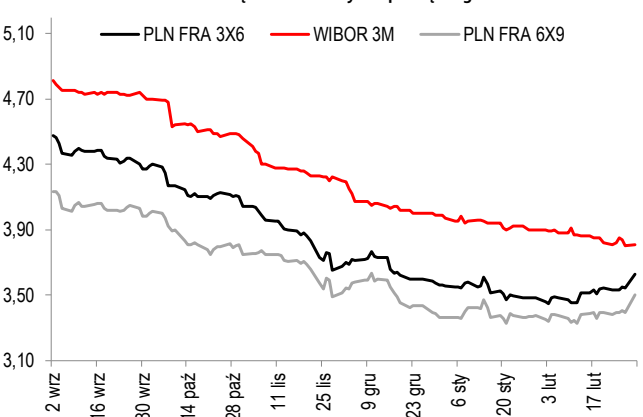
Kurs złotego



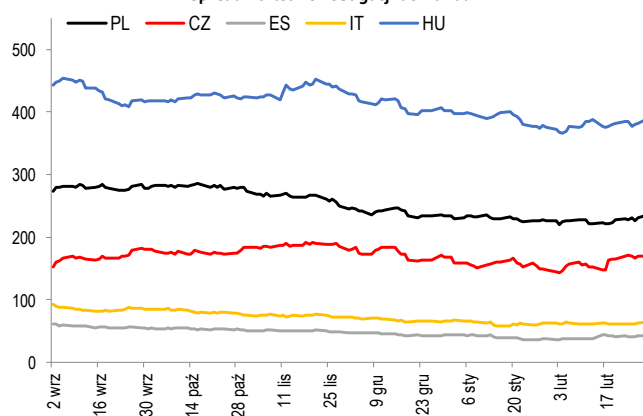
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA RYNEK	SANTANDER	REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
PIĄTEK (27 lutego)							
14:00	DE	Inflacja HICP	II % m/m	0,5	-	0,4	-0,1
PONIEDZIAŁEK (2 marca)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	I %m/m	0,0	-	-0,9	1,2
09:00	PL	PMI przemysł	II pkt	49,6	49,6	47,1	48,8
09:55	DE	PMI przemysł	II pkt	50,7	-	50,9	49,1
10:00	EZ	PMI przemysł	II pkt	50,8	-	50,8	49,5
10:00	PL	PKB	IV kw. % r/r	4,0	4,0	4,0	3,8
16:00	US	ISM przemysł	II pkt	51,8	-	52,4	52,6
WTOREK (3 marca)							
08:30	HU	PKB	IV kw. % r/r	0,7	-	-	0,7
09:00	CZ	PKB SA	IV kw. % r/r	2,4	-	-	2,4
11:00	EZ	HICP	II % r/r	1,7	-	-	1,7
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	II % r/r	1,7	-	-	1,7
ŚRODA (4 marca)							
	PL	Decyzja RPP	III %	3,75	3,75	-	4,00
02:45	CN	PMI usługi	II pkt	52,4	-	-	52,3
09:00	CZ	Inflacja	II % r/r	1,6	-	-	1,6
09:55	DE	PMI usługi	II pkt	53,4	-	-	52,4
10:00	EZ	PMI usługi	II pkt	51,8	-	-	51,6
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	I %	6,2	-	-	6,2
14:15	US	Raport ADP	II tys.	41,5	-	-	22
16:00	US	ISM usługi	II pkt	53,8	-	-	53,8
CZWARTEK (5 marca)							
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	I % m/m	0,2	-	-	-0,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg. tys.	216	-	-	212
PIĄTEK (6 marca)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I % m/m	-3,5	-	-	7,8
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	I % r/r	-2,2	-	-	-1,0
11:00	EZ	PKB SA	IV kw. % r/r	1,3	-	-	1,3
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	II tys.	60	-	-	130
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	I % m/m	-0,3	-	-	0,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	II %	4,3	-	-	4,3

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