

Codziennik

Obniżki stóp w zawieszeniu, dopóki trwa konflikt

Trzej członkowie RPP studzą oczekiwania na obniżki stóp z uwagi na ryzyko szoku inflacyjnego
Stabsze od oczekiwań dane z rynku pracy USA
Silne wzrosty rentowności obligacji, drożejąca ropa i fala stabości złotego

Dzisiaj rano opublikowane zostały niemieckie dane o nowych zamówieniach oraz produkcji przemysłowej w styczniu. Obie wartości były gorsze od oczekiwań, choć rozczarowanie jest nieco mniejsze w przypadku produkcji, ponieważ grudniowy odczyt zrewidowano w górę. Chiński CPI odbił w lutym do 1,3% r/r z 0,2%, co oznacza, że znalazł się powyżej od blisko trzech lat. Ceny chińskiej produkcji przemysłowej wciąż spadały w lutym (-0,9% r/r), ale tempo spadku systematycznie maleje (w styczniu -1,5%/w listopadzie -2,2% r/r).

Ropa naftowa ponownie zaczęła silnie drożeć w reakcji na wypowiedzi sugerujące pogłębiające się problemy z dostawami ropy (m.in. ze strony ministra energii Kataru), a jej cena przebiła 100\$ za baryłkę. Cena gazu ziemnego dostarczanego do Europy utrzymała się wewnątrz przedziału wahań z czwartku, ale i ona może rosnąć w najbliższych dniach. **Minister Finansów Andrzej Domański powiedział, że rząd zastanawia się nad możliwościami złagodzenia wzrostu cen paliw.** Nasilają się sygnały, że również inne rządy podejmą działania osłonowe dla gospodarek (G7 dyskutuje np. o uwolnieniu rezerw ropy naftowej), co oznacza malejące szanse na łagodzenie polityki pieniężnej przy wzroście ryzyka fiskalnego.

W piątek trzech członków Rady Polityki Pieniężnej (Henryk Wnórowski, Ludwik Kotecki, Marcin Zarzecki) wypowiedziało się w podobnym duchu na temat mniejszych szans na obniżki stóp procentowych. Wszyscy stwierdzili, że ryzyko szoku inflacyjnego związanego z wojną na Bliskim Wschodzie jest na tyle duże, że dopóki wojna będzie trwała, to dalsze luzowanie pieniężne jest praktycznie wykluczone. Kotecki podkreślił, że bardzo optymistyczna projekcja marcowa przesądziła o obniżce na zeszytowanym posiedzeniu, a obniżkę tak naprawdę Rada mogła przeprowadzić już miesiąc wcześniej.

Gdyby nie konflikt, to sam **marcowy raport o inflacji NBP** oraz materiały nt. projekcji wg nas pozwalałyby na dalsze obniżki stóp. W całym okresie projekcji inflacja nie wychodzi powyżej celu 2,5%, w okresie najsilniejszego oddziaływania decyzji o stopach miałyby wynosić 2,3%, jej przebieg jest wyjątkowo stabilny, tak samo jak inflacji bazowej (2,4% przez ostatnie 8 kwartałów projekcji). Do tego przez prawie całą projekcję stopa bezrobocia nie odchyła się o więcej niż 0,1pp od stopy równowagi, a luka popytowa jest od I kw. 2027 r. praktycznie nieodróżnialna od zera.

Dane z rynku pracy USA za luty okazały się wyraźnie gorsze od oczekiwań. Konsensus zakładał wzrost zatrudnienia o ponad 50 tys., spadło ono natomiast o 92 tys. Stycyniowy wzrost o 130 tys. został lekko skorygowany do 126 tys., natomiast grudniowy wzrost o 48 tys. zrewidowano do -17 tys. Stopa bezrobocia wzrosła z 4,3 do 4,4% przy oczekiwanej stabilizacji. Poprzedni raport był zaskakująco mocny i, jeśli spojrzeć na średnie statystyki za styczeń i luty, to wyłania się obraz dość stabilnego rynku pracy w USA. Poza tym, sprzedaż detaliczna w USA w styczniu zanotowała -0,2% m/m, choć rynek spodziewał się -0,3% m/m.

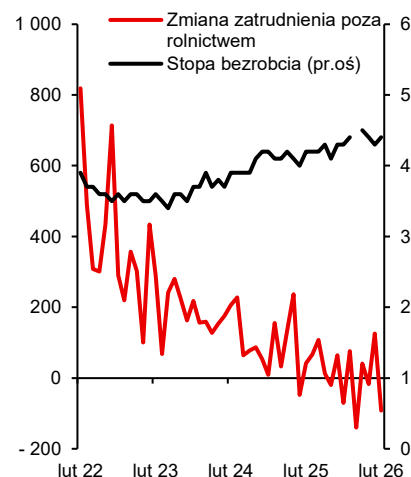
Globalny wskaźnik cen żywności FAO wzrósł w lutym po raz pierwszy od pół roku i wyniósł 125,3 pkt wobec 124,2 pkt w styczniu. Spadły indeksy cen produktów mlecznych i cukru, jednak wzrosły indeksy cen mięsa, zbóż i olejów roślinnych. Pomimo wzrostu w ujęciu m/m, wskaźnik cen FAO był o 1,0% niższy niż w lutym ub.r., po spadku o 0,3% r/r miesiąc wcześniej. Dynamika indeksu FAO wyrażonego w PLN (tj. po korekcie o zmiany kursu USDPLN) wyniosła -12,0% r/r, wobec -12,8% r/r miesiąc wcześniej. Dotychczasowe tendencje cen na światowych rynkach żywności rysowały perspektywę niskiej inflacji cen krajowej żywności, jednak w obliczu obecnych turbulencji na rynkach nie jest to już takie pewne.

Wzrost PKB strefy euro w IV kw. 2025 r. wyniósł 1,2% r/r (rewizja o -0,1 pp) wobec 1,4% r/r w III kw. W całej UE nastąpiła taka sama korekta, w wyniku której dynamika PKB wyniosła 1,4% r/r wobec 1,7% r/r kwartał wcześniej. **Na Węgrzech pozytywnie zaskoczyła produkcja przemysłowa.** Po serii ujemnych odczytów odnotowano wzrost o 0,3% r/r (oczekiwano -2,2% r/r).

EURPLN zakończył tydzień blisko 4,275, czyli bez zmian w skali dnia, choć w trakcie sesji chwilowo wybił do 4,29. Forint stracił ponad 1% (drugi najgorszy wynik tego dnia wśród walut wschodzących), a EURHUF dotarł do 394, najwyższy od pół roku. Czeska korona w ciągu dnia była nieco słabsza, jednak dzień zakończyła na porównywalnym poziomie jak większość minionego tygodnia, tj. przy EURCZK w okolicy 24,4. Dolar był w piątek dość wrażliwy, jednak do końca europejskiej sesji EURUSD pozostał poniżej 1,16. Spodziewamy się, że w tym tygodniu – zależnie od globalnych nastrojów – EURPLN może się wahać w przedziale 4,27-4,30.

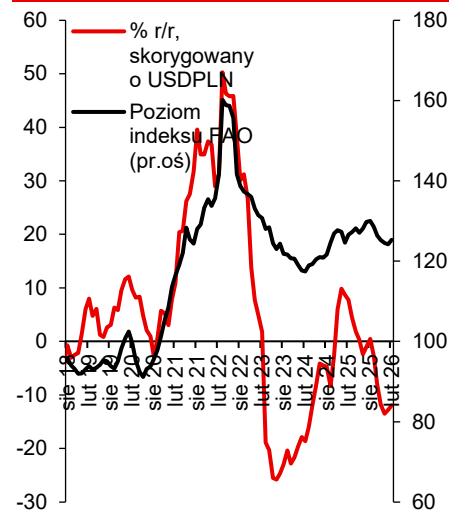
Rynek długu zakończył tydzień kolejnymi wzrostami rentowności i rynkowych stóp. W piątek rentowności krajowych obligacji dwuletnich urosły o 18 pb, a 5- i 10-letnich o 23 pb. Łącznie przez cały tydzień przesunęły się w górę o 40-60 pb, bardziej na długim końcu krzywej. Stopy IRS i FRA poszły w górę równie mocno, o ok. 20 pb w jeden dzień i o 45-50 pb w skali tygodnia. Obligacje niemieckie zanotowały w piątek wzrost rentowności o 2-7 pb, natomiast amerykańskie uległy tylko marginalnym wahaniom. Dalszy rozwój sytuacji w Iranie pozostaje kluczowy dla dalszych notowań rynkowych, choć dodatkowym lokalnym czynnikiem będzie w piątek publikacja danych o inflacji w lutym wraz z przeliczeniem styczniowego wyniku wg nowych wag koszyka CPI.

Zatrudnienie i bezrobocie w USA



Źródło: BLS, Santander Bank Polska

Indeks cen żywności FAO



Źródło: FAO, 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	4.2898	CZKPLN	0.1740
USDPLN	3.7148	HUFPLN*	1.0773
EURUSD	1.1546	RONPLN	0.8420
CHFPLN	4.7330	NOKPLN	0.3820
GBPPLN	4.9151	DKKPLN	0.5648
USDCNY	6.9143	SEKPLN	0.3988

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

05/03/2026

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.2653	4.2857	4.2793	4.2733	4.2782
USDPLN	3.6666	3.7024	3.6913	3.6904	3.6962
EURUSD	1.1558	1.1644	1.1592	1.1584	-

Rynek stopy procentowej

05/03/2026

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
OK0128 (2L)	4.01	24
PS0131 (5L)	4.91	18
DS1035 (10L)	5.57	18

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	3.85	12	3.78	-4	2.33	5
2L	3.96	16	3.64	-3	2.47	8
3L	4.05	17	3.61	-2	2.54	9
4L	4.15	17	3.63	-1	2.60	7
5L	4.24	17	3.69	0	2.64	5
8L	4.47	17	3.84	0	2.80	3
10L	4.61	15	3.98	1	2.89	3

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	3.90	19
SW	3.94	-2
1M	3.88	-3
3M	3.77	1
6M	3.70	1

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	3.78	4
3x6	3.77	9
6x9	3.82	18
9x12	3.88	19
3x9	3.78	11
6x12	3.87	17

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

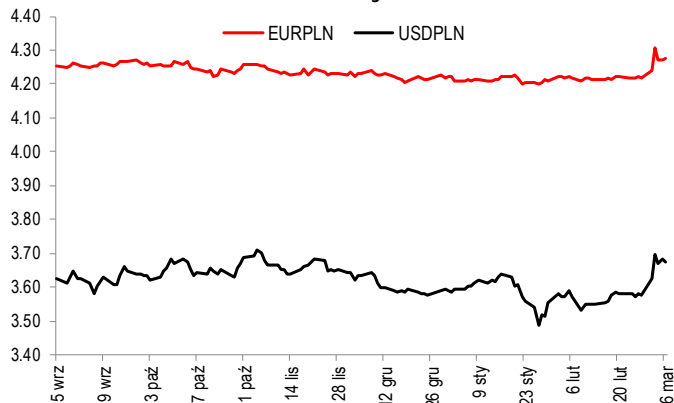
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	56	0	254	5
Francja	12	0	63	2
Węgry	96	0	391	-4
Hiszpania	17	0	46	1
Włochy	11	0	72	4
Portugalia	8	0	39	2
Irlandia	8	0	28	1
Niemcy	3	0	-	-

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

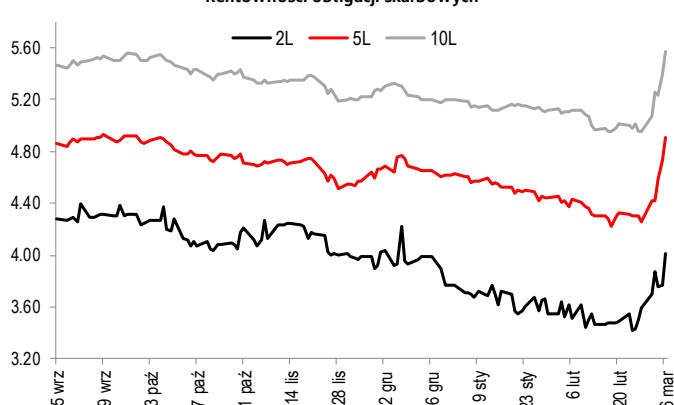
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

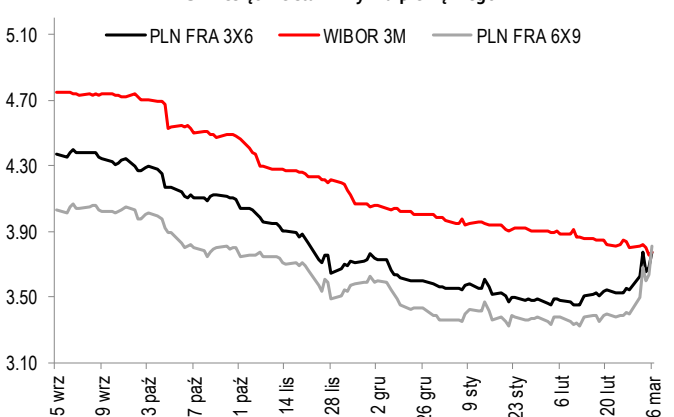
Kurs złotego



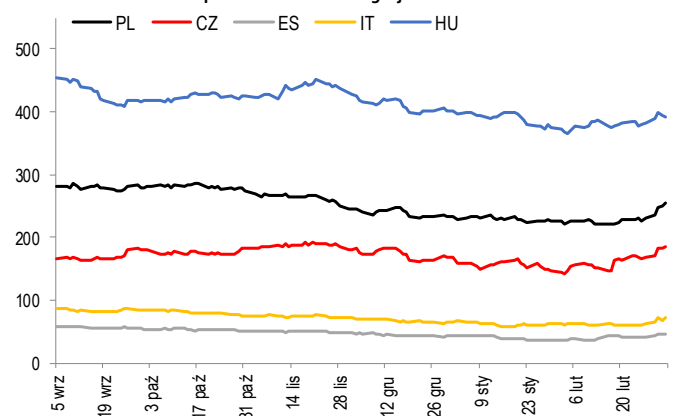
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA RYNEK	PROGNOZA SANTANDER	REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
PIĄTEK (6 marca)								
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	-2,2		0,3	-1,0
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	1,3		1,2	1,4
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	II	tys.	55		-92	126
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	-0,3		-0,2	0,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	4,3		4,4	4,3
PONIEDZIAŁEK (9 marca)								
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-4,5		-11,1	6,4
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	I	% m/m	1,0		-0,5	-1,0
WTOREK (10 marca)								
08:00	DE	Eksport	I	% m/m	-2,0		-	4,0
08:30	HU	Inflacja	II	% r/r	1,7		-	2,1
09:00	CZ	Inflacja	II	% r/r	1,4		-	1,4
15:00	US	Sprzedaż domów	II	% m/m	-1,1		-	-8,4
ŚRODA (11 marca)								
08:00	DE	Inflacja HICP	II	% m/m	0,4		-	0,4
13:30	US	Inflacja	II	% m/m	0,2		-	0,2
CZWARTEK (12 marca)								
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	2,6		-	6,8
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215,0		-	213,0
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	I	% m/m	-4,6		-	6,2
PIĄTEK (13 marca)								
10:00	PL	Inflacja	II	% r/r	2,1	2,0	-	2,2
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0,6		-	-1,4
13:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	I	% m/m	0,4		-	-1,4
13:30	US	PKB	IV kw.	% k/k	1,4		-	1,4
13:30	US	Wydatki osobiste	I	% m/m	0,3		-	0,4
13:30	US	Dochody osobiste	I	% m/m	0,5		-	0,3
13:30	US	Indeks cen PCE SA	I	% m/m	0,3		-	0,4
15:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	56,3		-	56,6

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