

## Tygodnik ekonomiczny

### Dane za grudzień, budżet u prezydenta

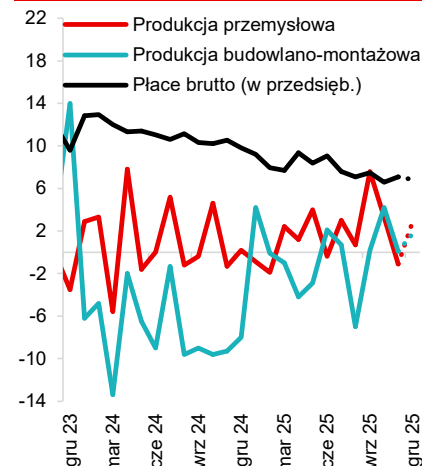
#### Co w gospodarce:

- Pierwszy miesiąc nowego roku co prawda nie przyniósł kolejnej z rządu obniżki stóp procentowych, ale za to pojawiły się wypowiedzi członków RPP pokazujące, że wciąż jest miejsce, żeby politykę pieniężną jeszcze poluzować: Ludwik Kotecki zasugerował, że do kolejnego ruchu dojdzie szybciej (luty) niż obecnie zakładamy (marzec), a Henryk Wnorowski, że docelowo główna stopa będzie na koniec roku niż niż obecnie zakładamy (3,5%). Prezes Głapiński również porzucił wskazywanie na 4% jako „doskonały” poziom docelowy, tym razem wspominając o 3,5%. **Liczymy w tym tygodniu na dalsze komentarze z RPP**, w tym na pierwsze wystąpienie medialne nowego głoszącego, Marcina Zarzeckiego.
- Dla kolejnych decyzji znaczenie będzie m.in. co się dzieje z płacami i aktywnością gospodarczą. W najbliższych dniach poznamy **grudniową dynamikę wynagrodzeń** w sektorze przedsiębiorstw – po listopadowych 7,1% r/r, wynik zbliżony do 6,9%, czyli naszej prognozy i jednocześnie konsensusu rynkowego, raczej zadziała na rzecz dalszego wstrzymywania kolejnej obniżki. Niewielki spadek zatrudnienia w skali roku zapewne był kontynuowany, przy czym spodziewane przez nas -0,7% r/r byłoby najlepszym odczytem od grudnia 2024. Choć był to pierwszy grudzień z wolną wigilią to nie powinien wg nas przynieść słabych odczytów **produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej**. Wręcz przeciwnie, spodziewamy się po nich zrekompensowania spadku m/m z listopada, który uwidocznił się w danych oczyszczonych z efektów sezonowych. Nasze prognozy to 2,9% r/r dla przemysłu (może nie najwyższy odczyt ub.r., ale wyraźnie przekraczający średnią 1,6%) i 1,8% r/r dla budownictwa (gdzie średnia za 2025 była lekko ujemna). Po **inflacji PPI** spodziewamy się, tak samo jak rynek, pozostania poniżej -2% r/r.
- Za granicą kluczowe z punktu widzenia rynków wydają nam się dane z USA o inflacji PCE za listopad (czwartek), wynik gospodarki Chin za IV kw. (poniedziałek) oraz wstępne odczyty PMI za styczeń (piątek). W piątek o stopach decyduje Bank Japonii, w momencie, gdy rynki zastanawiają się czy najbliższa podwyżka stóp dokona się raczej wiosną czy w połowie roku. W poniedziałek, z uwagi na święto, nie działają rynki w USA.
- Od poniedziałku do piątku trwa **światowe forum gospodarcze w Davos**. We środę swoją wizję układania stosunków międzynarodowych ma tam przedstawić Donald Trump.
- **Prezydent Karol Nawrocki ma czas do wtorku na podpisanie ustawy budżetowej na 2026 r.** To jedyna ustawa, której prezydent nie może zawetować, ale może skierować ją do Trybunału Konstytucyjnego bez złożenia podpisu. W takiej sytuacji rząd prowadziłby gospodarkę finansową na podstawie projektu ustawy złożonego pierwotnie do Sejmu (bez uchwalonych poprawek), a wg ministra finansów oznaczałoby to też wstrzymanie podwyżek w budżetówce.

#### Co na rynkach:

- EURPLN do piątkowego poranka trzymał się w bardzo wąskim paśmie wokół 4,21, po czym wybił się w górę do 4,226. Najwyraźniej na wyobraźnię inwestorów podziały pierwsze wypowiedzi członków RPP po posiedzeniu, o dość gotębiej wymowie. Zakładamy, że podejście kursu nie będzie trwałe, a napływające krajowe dane raczej powinny **pomagać EURPLN w powrocie do wcześniejszego wąskiego pasma wahań**. Ten pogląd jest obwarowany warunkiem, że nie nasilą się (obecnie wielorakie) ryzyka geopolityczne (Wenezuela, Grenlandia, Iran, Rosja).
- Świeży **zapach krajowego rynku stopy procentowej do dyskontowania dalszych obniżek stóp powinien stopniowo wygasać**. W stabilizowaniu rynku lub nawet odwracaniu ostatnich spadków rentowności powinny pomóc zarówno krajowe dane, jak i potencjalnie komunikacja prezydenta dotycząca budżetu. Odleglejszym ryzykiem jest postępujący wzrost rentowności obligacji japońskich (od początku listopada papier 10-letni wyżej o 50pb) z uwagi dużego zaangażowania inwestorów z tego kraju na polskim rynku długu.

#### Produkcja i płace, % r/r

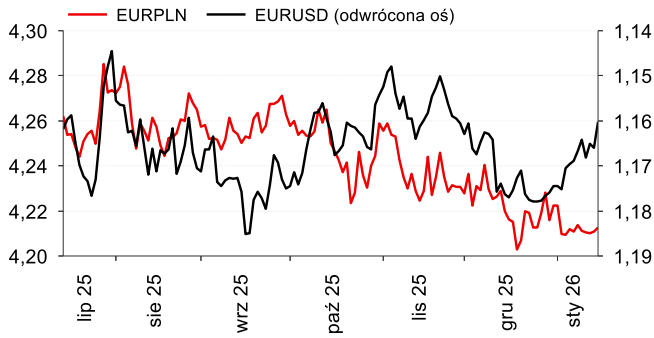


Wartości za grudzień 2025 r. to prognozy Santander Bank Polska  
Źródło: GUS, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

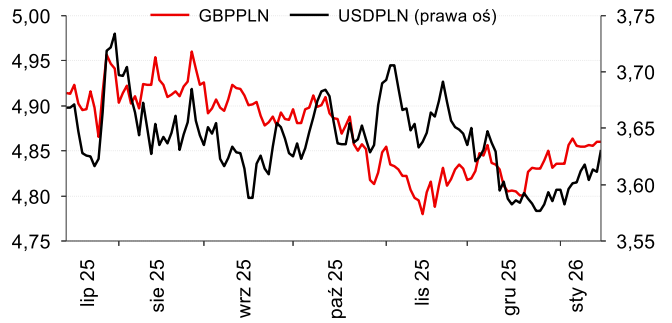
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
Piotr Bielski 691 393 119  
Bartosz Biały 517 881 807  
Adrian Domitrz 571 664 004  
Marcin Luźniński 510 027 662  
Grzegorz Ogonek 609 224 857

**EURPLN i EURUSD**



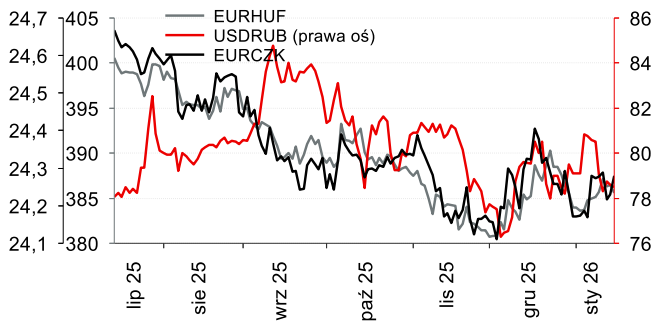
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**GBPPLN i USDPLN**



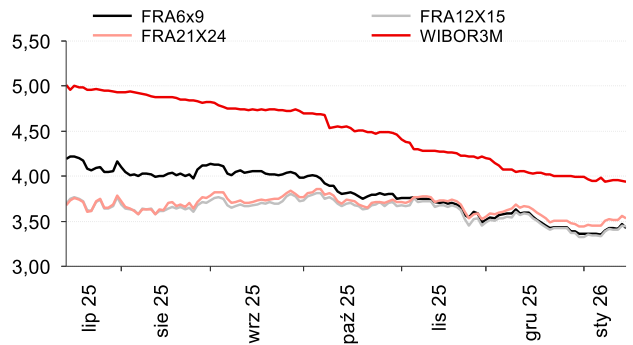
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**EURCZK, EURHUF i USDRUB**



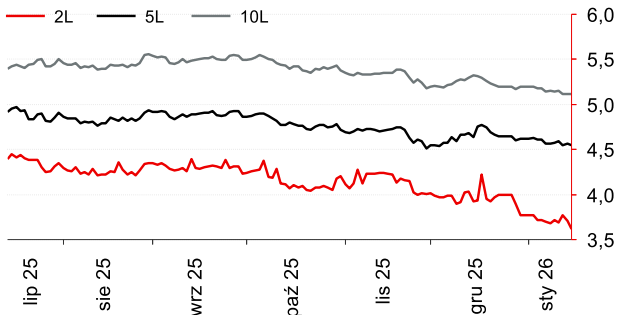
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**PLN FRA i WIBOR3M**



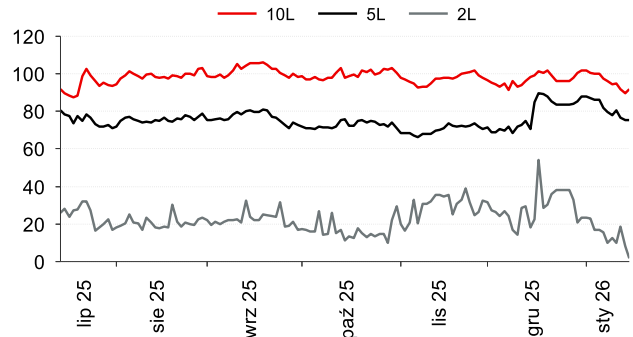
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**Rentowności polskich obligacji**



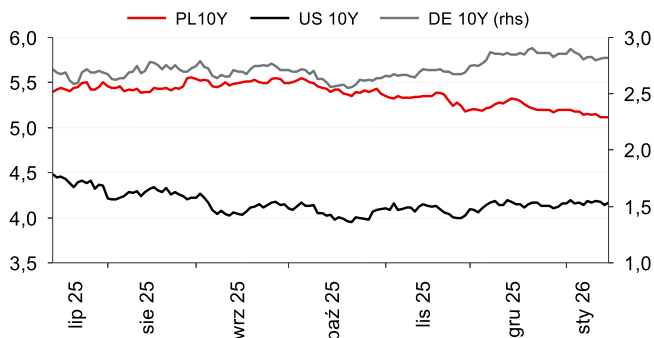
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**Spready asset swap**



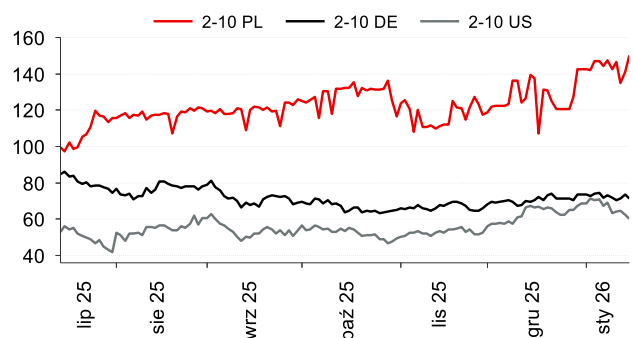
Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**Rentowności 10-letnich obligacji**



Źródło: LSEG Datastream, Santander

**Nachylenie krzywych dochodowości**



Źródło: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (19 stycznia)</b>							
11:00	EZ	HICP	XII	% r/r	2,0	-	2,1
<b>WTOREK (20 stycznia)</b>							
11:00	DE	ZEW	I	pkt	-75,0	-	-81,0
<b>ŚRODA (21 stycznia)</b>							
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	-	-	3,3
<b>CZWARTEK (22 stycznia)</b>							
10:00	PL	Płace	XII	% r/r	7,0	6,9	7,1
10:00	PL	Zatrudnienie	XII	% r/r	-0,7	-0,7	-0,8
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	3,2	2,9	-1,1
10:00	PL	Produkcja budowlana	XII	% r/r	-1,0	1,8	0,1
10:00	PL	PPI	XII	% r/r	-2,2	-2,1	-2,4
14:30	US	PKB	III kw.	% k/k	4,3	-	3,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	198
14:30	US	Wydatki osobiste	XI	% m/m	0,5	-	0,4
14:30	US	Dochody osobiste	XI	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Indeks cen PCE SA	XI	% m/m	0,2	-	0,3
<b>PIĄTEK (23 stycznia)</b>							
09:30	DE	PMI przemysł	I	pkt	47,6	-	47,0
09:30	DE	PMI usługi	I	pkt	52,5	-	52,7
10:00	EZ	PMI przemysł	I	pkt	49,2	-	48,8
10:00	EZ	PMI usługi	I	pkt	52,6	-	52,4
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	54,0	-	52,9

Źródło: Santander, Reuters, Parkiet, Bloomberg

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