

## Codziennik

### Pierwsze decyzje Trumpa nie obejmują ceł

Dzisiaj niemiecki indeks ZEW, rynki będą reagowały na pierwsze decyzje D. Trumpa  
Kotecki: obniżki stóp nie wcześniej niż w lipcu, Wnorowski: raczej w II kwartale  
Złoty mocniejszy, dolar słabszy, krajowe rentowności lekko w górę

**Dzisiaj** zostanie opublikowany styczniowy odczyt indeksu ZEW, mierzącego nastroje gospodarcze w Niemczech. Mediana prognoz wskazuje, że indeks zarejestruje lekki spadek, z 15,7 do 15,2 pkt, a jego komponent mierzący bieżącą sytuację gospodarczą utrzyma się na -93,1 pkt. Poza tym, kalendarz ekonomiczny nie przewiduje na dziś innych publikacji. Światowe rynki będą reagowały na **pierwsze deklaracje i decyzje Donalda Trumpa** po zaprzysiężeniu go na 47. prezydenta USA. Zgodnie z zapowiedziami nowy prezydent USA podpisał wiele dekrétów, wśród których nie znalazły się jednak nowe cła. Podjęte decyzje dotyczyły m.in. imigracji, zmian w składzie rządu, zmian nazw geograficznych czy wystąpienia USA z niektórymi organizacjami międzynarodowymi.

**Członek RPP Ludwik Kotecki** powiedział w wywiadzie dla agencji Bloomberg, że Rada Polityki Pieniężnej nie powinna odkładać luzowania polityki pieniężnej z powodu niepewności nt. wpływu uwolnienia cen energii na inflację, jako że wpływ ten będzie krótkotrwały, a tymczasem wzrost gospodarczy jest dość staby, a stopniowe wygasanie programu QE będzie dodatkowo zaostrzało i tak już restrykcyjną politykę. Niemniej, jego zdaniem pierwsze obniżki stóp nie nastąpią przed lipcem, kiedy będzie już po wyborach prezydenckich i pojawi się nowa projekcja inflacji. Wg Koteckiego przestrzeń do obniżek stóp w tym roku wynosi od 50 do 100 pb. Stwierdził też, że wypowiedzi członków RPP o możliwym rozpoczęciu dyskusji o obniżkach stóp już w marcu powinny zniknąć, ponieważ prezesowi NBP udało się ich przekonać do swojej wizji. Najwyraźniej **Henryk Wnorowski z RPP** nie dotoczył go grona całkowicie przekonanych, ponieważ w wypowiedzi dla PAP Biznes ocenił, że w marcu, po publikacji projekcji NBP, może pojawić się przestrzeń do rozpoczęcia dyskusji o perspektywie luzowania polityki pieniężnej. Jego zdaniem scenariusz obniżek stóp w 2025 r. nadal jest realny, chociaż nie w I kwartale, ale też raczej nie dopiero w lipcu (czyli raczej w II kwartale). Wnorowski kwestionował ocenę, że przekaz z ostatniej konferencji prezesa Głapińskiego był bardziej jastrzębi, powiedział, że jest zbyt wcześnie, aby spekulować o łącznej skali obniżek, a jako zagrożenia dla perspektyw inflacji wskazał odmrożenie cen energii, luźną politykę fiskalną i wciąż wysoką dynamikę płać.

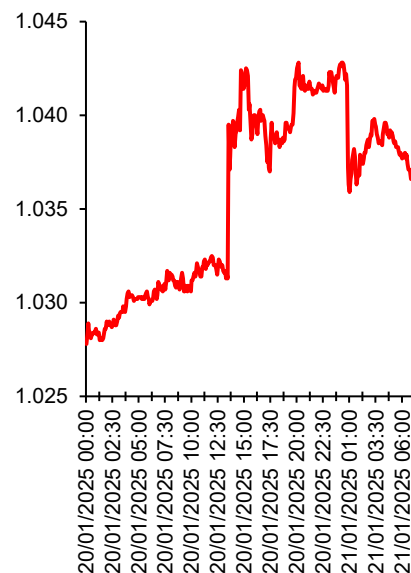
**W sprawozdaniu z grudniowego posiedzenia RPP** podano, że zdaniem większości członków Rady odmrożenie cen energii będzie istotne dla perspektyw inflacji. Jak podano, na spotkaniu zwracano uwagę, że odmrożenie cen energii oddziaływałoby w kierunku wyższej inflacji również w I połowie 2026 r., co oddaliłoby prognozowany moment powrotu inflacji do celu.

Wg **raportu misji MFW w Polsce** właściwe jest utrzymywanie restrykcyjnej polityki pieniężnej w obliczu podwyższonej inflacji bazowej, ale w połowie roku pojawi się przestrzeń do obniżenia stóp o 50-100 punktów bazowych. MFW rekomenduje zacieśnienie polityki fiskalnej rządu o 0,5 punktu procentowego w 2025 r. Zdaniem MFW redukcja deficytu fiskalnego sprzyjałaby mocniejszym obniżkom, a ryzyko jest asymetryczne w dół dla wzrostu i w górę dla inflacji.

**Złoty rozpoczął tydzień umocnieniem względem euro**, a kurs EURPLN zszedł pod koniec dnia poniżej 4,25, zgodnie z naszą sugestią z [Tygodnika](#). Aprecjacji złotego i pozostałych walut regionu sprzyjało m.in. skokowe ostabienie dolara (kurs EURUSD poszybował do 1,043), które miało związek z informacjami mediów, że wśród pierwszych decyzji Donalda Trumpa po inauguracji nie znajdzie się wprowadzenie mocnych ograniczeń handlowych. W ciągu nocy doszło do lekkiej korekty poniedziałkowych ruchów, kiedy D. Trump powtórzył, że rozważy wprowadzenie ceł na Meksyk i Kanadę.

**Rentowności polskich obligacji wzrosły w poniedziałek o 3-5 pb**, mocniej na krótkim końcu krzywej. Zmiany stóp IRS były ograniczone, a stawki FRA o datkach transakcji oddalonych o co najmniej 12 miesięcy zarejestrowały lekkie spadki, o 2-3 pb. Z powodu święta w USA reakcję amerykańskiego rynku na pierwsze decyzje nowego prezydenta poznamy dopiero dzisiaj. Ministerstwo Finansów sprzedało na aukcji 44-tyg. bony skarbowe o wartości 5,38 mld zł, przy popycie 9,93 mld zł i średniej rentowności 5,44%.

Kurs EURUSD w ostatnich dwóch dniach



Źródło: LSGE, 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  
**Marcin Luźniński** 510 027 662  
**Grzegorz Ogonek** 609 224 857

### Rynek walutowy

#### Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4.2546	CZKPLN	0.1686
USDPLN	4.1015	HUFPLN*	1.0233
EURUSD	1.0373	RONPLN	0.8554
CHFPLN	4.5118	NOKPLN	0.3606
GBPPLN	5.0322	DKKPLN	0.5701
USDCNY	7.2772	SEKPLN	0.3702

\*za 100HUF

#### Poprzednia sesja na rynku FX 20/01/2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.2484	4.2602	4.2585	4.2493	4.2587
USDPLN	4.0748	4.1350	4.1335	4.0865	4.1321
EURUSD	1.0297	1.0430	1.0302	1.0397	-

### Rynek stopy procentowej 20/01/2025

#### Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
PS1026 (2L)	5.31	1
DS1029 (5L)	5.77	2
DS1034 (10L)	5.98	4

#### Stawki IRS na rynku międzybankowym\*\*

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	5.66	3	4.48	0	2.37	0
2L	5.25	2	4.42	1	2.35	1
3L	5.07	3	4.41	1	2.35	1
4L	5.01	2	4.41	2	2.37	1
5L	5.03	4	4.41	1	2.38	0
8L	5.13	4	4.44	5	2.44	1
10L	5.21	3	4.46	1	2.48	0

#### Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	5.67	-2
T/N	5.78	-1
SW	5.82	-1
1M	5.83	8
3M	5.85	0
6M	5.80	1
1Y	5.62	1

#### Stawki FRA (na rynku międzybankowym)\*\*

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	5.83	1
3x6	5.73	2
6x9	5.47	3
9x12	5.16	4
3x9	5.68	2
6x12	5.41	3

#### Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

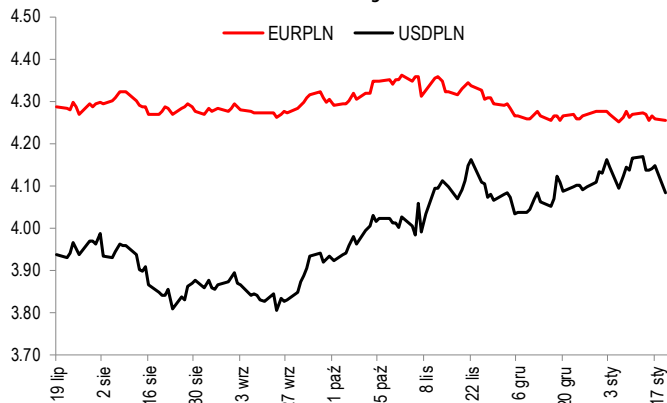
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	69	0	349	5
Francja	20	0	81	0
Węgry	122	0	458	4
Hiszpania	34	0	66	1
Włochy	25	0	112	-2
Portugalia	18	0	45	0
Irlandia	11	0	31	2
Niemcy	8	0	-	-

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

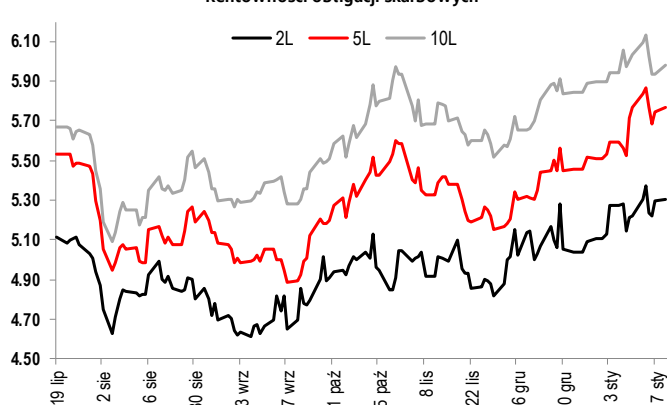
\*\*Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

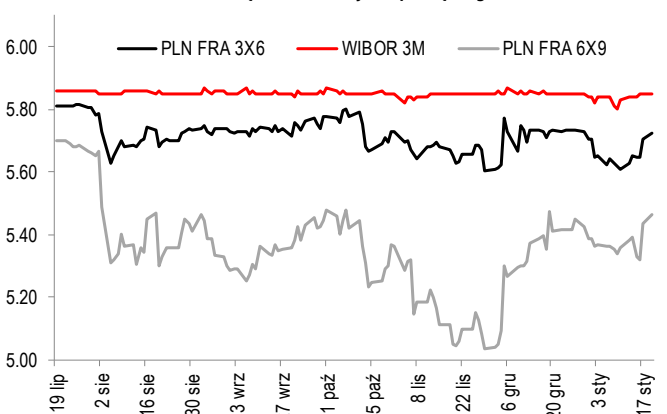
### Kurs złotego



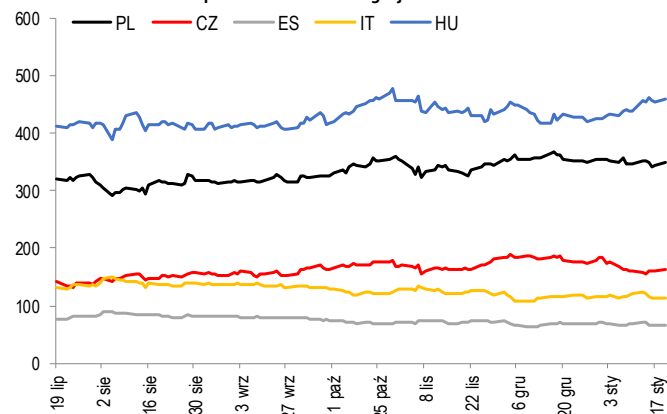
### Rentowności obligacji skarbowych



### 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			
<b>PIĄTEK (17 stycznia)</b>								
11:00	EZ	HICP	XII	% r/r	2,4	-	2,4	2,2
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XII	% m/m	-1,0	-	15,8	-3,7
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	0,3	-	0,9	0,2
<b>PONIEDZIAŁEK (20 stycznia)</b>								
Brak publikacji								
<b>WTOREK (21 stycznia)</b>								
11:00	DE	ZEW	I	pkt	-93,1	-	-	-93,1
<b>ŚRODA (22 stycznia)</b>								
10:00	PL	Zatrudnienie	XII	% r/r	-0,5	-0,5	-	-0,5
10:00	PL	Płace	XII	% r/r	11,1	10,8	-	10,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	2,3	2,5	-	-1,5
10:00	PL	PPI	XII	% r/r	-2,5	-2,5	-	-3,7
<b>CZWARTEK (23 stycznia)</b>								
10:00	PL	Produkcja budowlana	XII	% r/r	-11,7	-8,7	-	-9,3
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	XII	% r/r	3,9	4,3	-	3,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	210	-	-	217
<b>PIĄTEK (24 stycznia)</b>								
09:30	DE	PMI przemysł	I	pkt	42,9	-	-	42,5
09:30	DE	PMI usługi	I	pkt	51,0	-	-	51,2
10:00	EZ	PMI przemysł	I	pkt	45,5	-	-	45,1
10:00	EZ	PMI usługi	I	pkt	51,5	-	-	51,6
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	XII	% r/r	8,7	9,0	-	8,7
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	-	-	-	73,2
16:00	US	Sprzedaż domów	XII	% m/m	1,2	-	-	4,8

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