

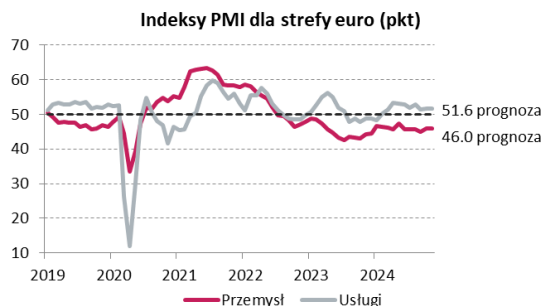
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Wykres tygodnia



Ten tydzień, podobnie jak poprzedni, jest zdominowany przez informacje co do nowej administracji prezydenta-elekt USA D.Trumpa. Natomiast w kalendarium wyróżniają się dane ze strefy euro. W piątek poznamy dane PMI za listopad, które powinny wskazywać na stagnację PKB. W takich warunkach i wobec słabych perspektyw gospodarczych pogorszonych jeszcze przez zapowiedzi polityki celnej USA Europejski Bank Centralny w grudniu obniży stopy procentowe.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Doniesienia z USA nadal w centrum uwagi a w kalendarzu interesujące dane z Eurolandii.

Ubiegły tydzień był zdominowany przez informacje i dane ze Stanów Zjednoczonych. Inwestorzy śledzili doniesienia dotyczące nowej administracji prezydenta elekta D.Trumpa. Poznaliśmy też dane o inflacji CPI, która wzrosła do 2,6% r/r z 2,4% r/r, przy stabilnej inflacji bazowej (3,3% r/r). Jednocześnie sprzedaż detaliczna za październik okazała się pozytywną niespodzianką, rosnąc o 0,4% m/m po wzroście o 0,8% m/m miesiąc wcześniej. Po danych tych wyceniane w kontraktach terminowych prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych o 0,25% na najbliższym posiedzeniu spadło do ok. 60% z 65%, przy wzroście szans na stabilizację (do ok 40%). W tym tygodniu rynki wciąż będą uważnie śledzić wydarzenia co do formowania się nowej administracji, w tym w szczególności ewentualnej nominacji dla sekretarza skarbu, który będzie odpowiedzialny za kluczowe reformy gospodarcze zapowiedziane przez D.Trumpa: zmiany w polityce podatkowej oraz celnej. Natomiast w przypadku danych w kalendarium (ubogim) uwaga przenosi się z USA na strefę euro. W tym tygodniu na pierwszy plan wysuwają się wstępne dane o płacach negocjowanych, które Europejski Bank Centralny opublikuje w środę o godz. 11:00. Pokażą one, czy nasila się presja na wynagrodzenia w strefie euro. W 2Q 2024 wzrost płac negocjowanych spowolnił do 3,5% r/r z 4,8% r/r w 1Q 2024 zmniejszając obawy o napędzanie się spirali inflacja-płace. W piątek natomiast poznamy wstępne dane PMI dla strefy euro w listopadzie, które pokażą nastroje w tej gospodarce w 4Q 2024. Według konsensusu prognoz indeksy dla przemysłu i usług mają stabilizować się na poziomach z października, odpowiednio na 46,0 pkt i 51,6 pkt. Zmaterializowanie się tych prognoz pokazałoby, że koniunktura w strefie euro nie poprawia się i powtórzenie w 4Q 2024 niezłych danych o PKB (po pozytywnej niespodziance w 3Q 2024) najpewniej nie będzie możliwe. Dane o płacach i PMI naszym zdaniem nie powinny znacząco modyfikować scenariusza dla stóp procentowych EBC. Ekonomiści i inwestorzy oczekują cięcia kosztu pieniądza o 0,25 pkt proc. na posiedzeniu 12 grudnia br. Wygrana D.Trumpa zwiększa niepewność co do kondycji gospodarki europejskiej w przyszłości (zwłaszcza dla Niemiec) co nasila oczekiwania na bardziej łagodną postawę EBC w przyszłości.

### GUS opublikuje dane o nastrojach konsumentów i przedsiębiorców

W tym tygodniu GUS opublikuje wskaźniki koniunktury konsumenckiej i wyniki badań koniunktury w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach. Dane te pozwolą ocenić nastroje w polskiej gospodarce w ostatnim kwartale tego roku. Nastroje konsumentów w ostatnich miesiącach nieznacznie się pogorszyły, z powodu inflacji i nasilenia obaw o stabilność zatrudnienia ograniczając ich skłonność do zakupów. Pogorszyły się także nieznacznie nastroje w sektorze przedsiębiorstw, szczególnie w przetwórstwie przemysłowym, który pozostaje pod negatywnym wpływem słabej koniunktury w Niemczech. W rezultacie skala spodziewanego odbicia wzrostu gospodarczego w 4Q br., może być nieco mniejsza niż dotychczasowe oczekiwania. Natomiast wzrost gospodarczy w całym roku może wynieść 2,7-2,8%, a nie 3,0% spodziewane przez nas dotychczas. W przyszłym roku spodziewamy się przyspieszenia wzrostu PKB, głównie ze względu na oczekiwane wyraźne odbicie inwestycji przedsiębiorstw współfinansowanych ze środków UE (PKO oraz fundusze spójności). Jednak przedłużająca się recesja w niemieckim przemyśle, a dodatkowo pogorszenie perspektyw globalnej gospodarki w sytuacji nasilenia wojen handlowych przez administrację nowego prezydenta USA, zwiększa ryzyka dla naszej prognozy wzrostu PKB w przyszłym roku o 3,9%.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3295	0,4%
USD/PLN	4,1049	2,6%
CHF/PLN	4,6268	1,0%
EUR/USD	1,0548	-2,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,80	-1
WIBOR 3M	5,85	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,00	5
5Y	5,38	7
10Y	5,62	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,94	-6
5Y	4,67	-10
10Y	4,86	-11




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,35	-5
US 10Y	4,44	11

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	79461,4	-3,4
S&P 500	5870,6	-2,1
Nikkei 225	38220,9	-3,3




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

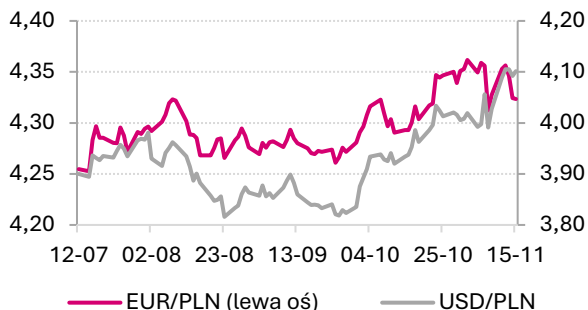
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W naszej ocenie w tym tygodniu na impulsy ze strony makroekonomicznej przyjdzie nam poczekać najprawdopodobniej dopiero do piątku, gdy poznamy - istotne rynkowo - wstępne odczyty indeksów PMI państw Europy Zachodniej. Do tego czasu natomiast niewykluczone, iż rynki finansowe pozostaną pod wpływem wydarzeń politycznych (ogłaszanie kolejnych nominacji w administracji przyszłego prezydenta USA) i geopolitycznych (możliwe zaostrenie konfliktu na Ukrainie po decyzji Stanów Zjednoczonych o możliwości wykorzystania rakiet dalekiego zasięgu). Na gruncie technicznym natomiast wciąż utrzymuje się umiarkowany sygnał prołotowy. Kurs EUR/PLN porusza się wokół poziomu 4,32 i w sprzyjających okolicznościach (globalne ostabienie dolara) kierować się może w stronę bariery 4,30. Cechą charakterystyczną rozpoczętego tygodnia będzie podwyższona zmienność wyceny złotego. Wciąż bowiem powyborcze emocje pozostają silne, z kolei te dotyczące Ukrainy odzywiają się wraz z kolejnymi doniesieniami z USA tworząc dość burzliwą mieszankę dla złotego, ale i pozostałych walut tej części regionu. Jednocześnie jednak podtrzymujemy swoje stanowisko, iż fundamenty polskiej gospodarki nie uległy w ostatnim czasie istotnym zmianom i - co najważniejsze - pozostają korzystne. Co prawda, bieżący wzrost awersji do ryzyka nie pozwala na ich konsumowanie, jednak uważamy, iż w miarę upływu czasu inwestorzy baczej przyglądając się będą perspektywom polskiej gospodarki. Przypomnijmy, iż pozytywnie wyróżniają się one na europejskim tle i - jak pokazują bieżące wydarzenia - stanowią kotwicę przeciwdziałającą nadmiernej przecenie polskiej waluty.
USD/PLN 	Presja na mocniejszego dolara utrzymuje się a wręcz pogłębia. Amerykańska waluta zyskuje na wartości w konsekwencji wyniku wyborów w Stanach Zjednoczonych. Aprecjacje dolara uzupełnia analiza techniczna, a dokładnie kolejne poziomy techniczne, które są tamane, co dodatkowo potęguje nastrój umocnienia amerykańskiej waluty. Ten tydzień na parze USD/PLN zapowiada się niezwykle emocjonująco, gdyż kurs po raz kolejny próbować będzie atakować barierę 4,11, a więc niepokonane szczyty kursowe z czerwca i kwietnia tego roku. Ich sforsowanie otworzy około 4-groszowy potencjał do dalszych wzrostów.
EUR/USD 	Od początku października dolar umocnił się już o około siedem centów schodząc do poziomu 1,05, tj. najniższego od ponad roku. Aprecjacja dolara to reakcja z jednej strony na awersję do ryzyka związaną z niejednokrotnie trudnymi do przewidzenia decyzjami D.Trumpa, charakteryzującymi styl jego prezydentury w latach 2017-2021. Z drugiej strony, inwestorzy w ten sposób zareagowali m.in. na prawdopodobnie mniejszą skalę cyklu cięć stóp procentowych w USA (pokłosie m.in. wyższego deficytu), czy działań agresywniej pobudzających wzrost gospodarczy (dalsze cięcia i wydłużenie obniżek podatków), czy uporczywość inflacji (zwiększenie taryf celnych). Dalsze umocnienie amerykańskiej waluty uznajemy za prawdopodobne, choć mamy także świadomość, iż imponująca w tak krótkim okresie skala dokonanej już aprecjacji dolara stopniowo wymagać będzie korekty. Póki co jednak poziom 1,0498 uznajemy za cel dla eurodolara w tym tygodniu. Średnioterminowe perspektywy także pozostają umiarkowanie korzystne dla amerykańskiej waluty. Wiele zależy będzie jednak od rozwoju sytuacji w Europie m.in. po stronie wyniku przedterminowych wyborów w Niemczech. W efekcie początek 2025 roku może w naszej ocenie przynieść dalsze ostabianie euro a kurs EUR/USD wciąż kierować się może na południe. Mimo, iż krótkoterminowo rośnie potrzeba korekty tj. ruchu wzrostowego eurodolara, tak w perspektywie najbliższych tygodni/miesięcy w naszej ocenie dominować będzie chęć ataku na 1,0365 i następnie 1,0226. Sytuacja pozostaje jednak dynamiczna a ważny dla losów eurodolara będzie także scenariusz wojny Ukrainy z Rosją. Mnogość czynników niepewności sprawi, że notowania EUR/USD cechować się będą podwyższoną zmiennością w najbliższym czasie.

## Rynek obligacji

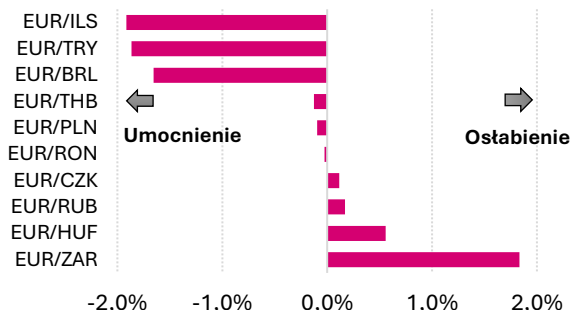
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Podtrzymujemy nasz dotychczasowy scenariusz trendu horyzontalnego dochodowości 10-latk polskiej wokół poziomu 5,80%, przy jednoczesnej dość sporej dynamice zmian. Nerwowość wyceny skarbowych papierów wartościowych wynika z czynników zewnętrznych (przetasowania na rynkach bazowych), ale i z aspektów lokalnych (ryzyko fiskalne). Na horyzoncie nie dostrzegamy zarówno przekonujących czynników za wzrostem dochodowości, jak i jej spadkiem, stąd scenariusz relatywnej stabilizacji przez kolejny tydzień wydaje się nam odpowiedni.
10Y DE (%) 	Mimo niedawnej zniżki rentowność niemieckiego długu pozostaje względnie stabilna, tj. zbliżona do poziomu 2,35%. Wycena 10-latk Niemiec pozostaje zatem odporna zarówno na zawirowania polityczne w Niemczech związane z chęcią poluzowania dyscypliny fiskalnej, jak również na dane makroekonomiczne budujące rynkowy konsensus przed kolejnymi posiedzeniami Europejskiego Banku Centralnego.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latk na poziomie 4,45% jest najwyższa od końca czerwca tego roku. Nie ulega wątpliwości, że paliwem do wzrostów w ostatnim czasie było zwycięstwo D.Trumpa w wyborach a w konsekwencji realizacji jego pomysłów gospodarczych skutkujących m.in. zwiększonym deficytem. Na rynku Treasuries trwa (pełzający) trend wzrostu dochodowości.

## Wykresy rynkowe

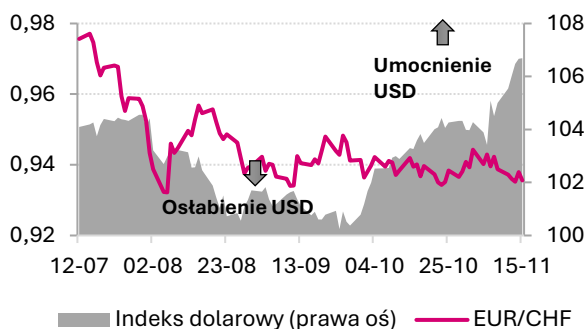
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



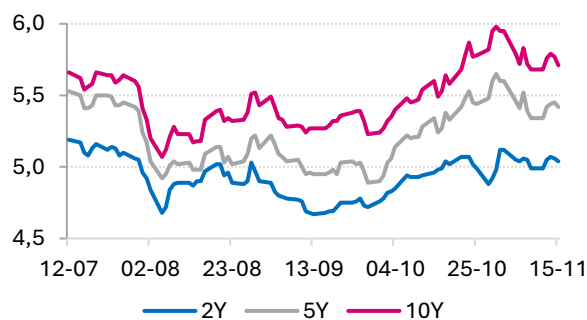
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



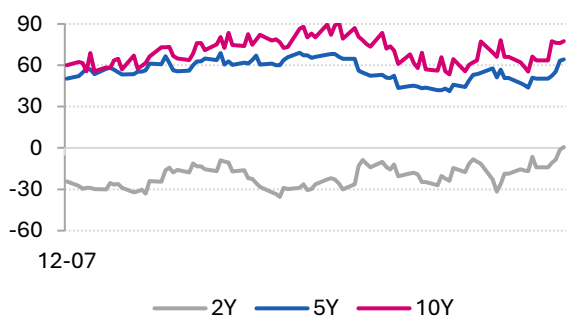
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



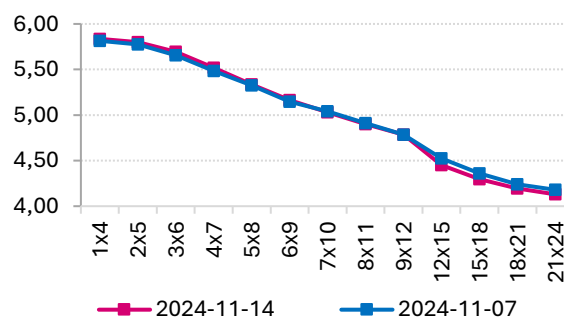
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



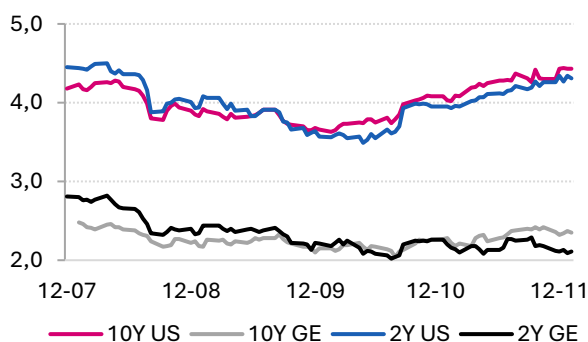
Krajowe stawki asset swap [%]



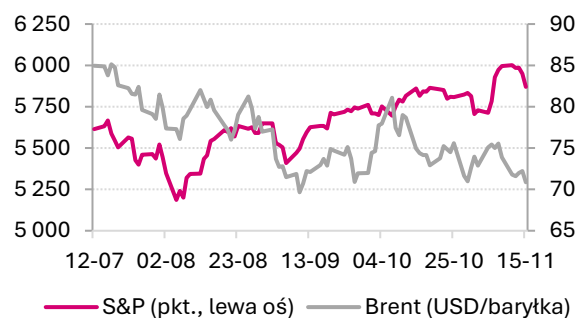
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 18 listopada</b>					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Październik	4.3%	4.2%	
<b>Wtorek 19 listopada</b>					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Październik	1.7%	2.0%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Listopad	6.50%	6.50%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Październik	1425 tys.	1440 tys.	
<b>Środa 20 listopada</b>					
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Listopad	3.10%	3.10%	
11:00 Płace negocjowane r/r	EZ	3Q	3.4%		
<b>Czwartek 21 listopada</b>					
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Październik	-9.3%	-6.8%	-5.6%
10:00 Koniunktura konsumencka	Polska	Listopad			
<b>Piątek 22 listopada</b>					
08:00 PKB s.a. kw/kw fin.	Niemcy	3Q	-0.1%	0.2%	
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Listopad	43.0	43.0	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Listopad	51.6	51.6	
09:30 Wystąpienie prezesa ECB Christine Lagarde	EZ	Listopad			
<b>10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.</b>	<b>EZ</b>	<b>Listopad</b>	<b>46.0</b>	<b>46.1</b>	
<b>10:00 Indeks PMI dla usług wst.</b>	<b>EZ</b>	<b>Listopad</b>	<b>51.6</b>	<b>51.6</b>	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Listopad	48.5	48.8	
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Listopad	55.0	55.2	
16:00 Indeks Uniwersytet Michigan fin.	USA	Listopad	70.5	73.0	
<b>Poniedziałek 25 listopada</b>					
10:00 Produkcja przemysłowa n.s.a. r/r	Polska	Październik	-0.3%	1.6%	2.2%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Październik	10.3%	10.0%	9.9%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Październik	-0.5%	-0.5%	-0.6%
10:00 Indeks Instytutu Ifo	Niemcy	Październik	86.5		

## Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>PKB</b>	% r/r	5.3	0.1	3.0	3.9	2.0	3.0	2.7	3.2	4.0	3.6	3.8	3.9
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.1	5.3	4.9	5.0	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.7	4.6	2.8	2.5	4.3	5.0	5.7	5.4	3.8	3.6
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	98.7	82.0	81.0	76.8	81.5	84.8	78.7	79.6	78.2	77.2	76.3	75.4
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50	5.25	4.75
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	6.93	5.80	5.85	4.81	5.83	5.84	5.82	5.85	5.85	5.55	5.31	4.81
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	7.02	5.88	5.83	4.83	5.88	5.85	5.85	5.83	5.82	5.61	5.31	4.83
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	7.14	5.82	5.79	4.67	5.86	5.86	5.85	5.79	5.77	5.42	5.22	4.67
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.69	4.35	4.26	4.29	4.30	4.31	4.28	4.33	4.32	4.30	4.29	4.31
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.40	3.94	3.86	3.80	3.99	4.03	3.82	4.06	4.09	4.02	4.00	4.00
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.07	1.10	1.10	1.13	1.08	1.07	1.12	1.07	1.06	1.07	1.07	1.08
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.13	3.91	2.77	1.83	3.89	3.71	3.28	2.77	2.22	1.94	1.88	1.83
<b>SOFR 3M**</b> (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	4.62	3.10	5.56	5.59	4.85	4.62	4.27	3.84	3.55	3.55

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu  
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.